

Fiskalische Austeritätspolitik und Lohnsenkung: Eine fatale, aber unverstandene Kombination als „Anpassungs- Programm“ in den Eurokrisenländern – Teil 2

Von Jörg Bibow und Heiner Flassbeck

Die Euro Herausforderung: Zur Wirtschaftspolitik der Euro Schicksalskandidaten Frankreich und Italien

Einleitung

Der Gegenstand dieser Untersuchung ist die Wirtschaftspolitik und -entwicklung der vier großen Euro Mitgliedsstaaten: Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Es geht vor allem um die Frage, ob das heute von vielen Akteuren geforderte energische Einlenken der vermeintlichen „Reformnachzügler“ Frankreich und Italien auf eine neoliberale wirtschaftspolitische Linie der Währungsunion endlich zu einem neuen Wachstumsschub verhelfen und damit auch wesentlich zur Überwindung der noch immer ungelösten Eurokrise beitragen würde.

In der Eurozone herrscht seit nunmehr fast einer Dekade Krise. Die Erholung der letzten Jahre blieb schwach, unausgewogen und fragil. Die Krise ist heute noch immer nicht wirklich überwunden und kann - trotz der mutigen Bemühungen der EZB seit 2015 um Stabilisierung - jederzeit wieder neu eskalieren.

Die Serie der offiziellen Krisennarrativen konzentriert sich in jüngerer Zeit immer stärker auf Italien und Frankreich. Die zwei großen und gewichtigen Volkswirtschaften der Euro Währungsunion haben vermeintlich bislang nur mangelnde Reformanstrengungen zur Erhöhung ihrer Wettbewerbsfähigkeit unternommen. Deutschland dagegen gilt unter den Anhängern dieser Sicht als Musterfall erfolgreicher Strukturreformen; wobei das deutsche Beschäftigungswunder insbesondere auf die Hartz-Reformen der 2000er zurückgeführt wird. Ähnlich wird auch Spanien heute für seine Arbeitsmarktreformen gelobt, die es zügig mitten in der tiefen Krise unternommen hat und die für die Wirtschaftserholung Spaniens der letzten Jahre ursächlich gewesen sein sollen. Italien und Frankreich dagegen hinken bei den Strukturreformen entscheidend hinterher, drohen vermeintlich immer weiter zurückzufallen und die Euro Währungsunion aufgrund ihrer Reformresistenz immer mehr zu gefährden. So jedenfalls sieht die Welt mit einer stark neoliberal gefärbten Brille aus.

In der Tat wird die Wirtschaftsentwicklung der Euro Währungsunion insbesondere von den vier größten Mitgliedsländern geprägt, die rund drei Viertel der gemeinsamen Wirtschaftskraft ausmachen. Fallen ein oder mehrere „der Großen“ nachhaltig zurück, drosselt dies die Entwicklung in der EWU spürbar. Gleiches gilt für eine nachhaltige Wachstumsbeschleunigung. Heute sollen daher insbesondere Italien und Frankreich endlich jene aus offizieller Sicht zwingend notwendigen Strukturreformen unternehmen, um die Euro Schicksalsgemeinschaft wieder voranzubringen.

Das Problem der Hypothese von der anhaltenden Wirtschaftsschwäche aufgrund hinausgezögerter Strukturreformen ist, dass sie genauso wie die anderen offiziellen Krisennarrativen, die von den wirtschaftspolitisch Verantwortlichen zuvor bemüht worden sind, vor den eigentlichen Krisenursachen die Augen verschließen. Die Verantwortlichen setzen weiterhin blind auf eine Ideologie, die eigentlich schon fulminant gescheitert ist. Verrannt in der Sackgasse des Neoliberalismus, hat sich Europa anscheinend auf die Vollendung der Selbstzerstörung eingeschworen.

Man muss die Sinnhaftigkeit bestimmter konstruktiver Strukturreformen gar nicht gänzlich verneinen. Aber Strukturreformen bieten keinen Ersatz für geeignete Makrowirtschaftspolitik. Selbst ein energisches Wetteifern aller Mitgliedsländer zur Erhöhung ihrer Wettbewerbsfähigkeit durch Strukturreformen, insbesondere solche zur Flexibilisierung der Arbeitsmärkte und Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit, macht gezielte makroökonomische Steuerung nicht weniger, sondern nur noch stärker notwendig. Auch die USA, die eine funktionierende Währungsunion ist, verzichten trotz der legendär flexiblen Märkte Amerikas nicht – jedenfalls nicht ungestraft – auf binnennachfrageorientierte Makrowirtschaftspolitik.

In dieser Studie werden die Gegensätze und Gemeinsamkeiten der wirtschaftspolitischen Erfahrungen der vier großen Mitgliedsländer der Euro Währungsunion untersucht, um deren Eignung als Modell für eine ausgewogene und nachhaltige Wirtschaftsentwicklung in der Euro Währungsunion insgesamt zu beurteilen. Nicht der mangelnde Reformeifer Italiens und Frankreich sind für die weiterhin unbefriedigende Entwicklung und latente Fragilität der Währungsunion verantwortlich. Der Euro ist vielmehr gescheitert, weil das Makropolitikregime fehlkonstruiert und die Makrowirtschaftspolitik der Währungsunion systematisch fehlgeleitet gewesen ist. So gilt auch heute weiterhin: Nicht zügige Strukturreformen in Italien und Frankreich werden den Euro retten, sondern nur eine grundlegende Reform des Euroregimes und eine Kehrtwende der Wirtschaftspolitik.

Insbesondere das „deutsche (merkantilistische) Modell“ hat sich als Sprengsatz der Währungsunion erwiesen und bleibt auch für die Euro Währungsunion insgesamt völlig untauglich. Diese Studie untersucht hierzu die Entstehungsgeschichte des „deutschen Modells“ in der Zeit seit 1948. Im Rückblick auf die deutsche Wirtschaftspolitik seit den Achtzigern, lässt sich ohne weiteres zeigen, wie und warum Deutschland lange Zeit der „kranke Mann des Euro“ war, dann aber plötzlich zum vermeintlichen Superstar und Wachstumsmotor der Euro Währungsunion wurde. Die berühmten Strukturreformen am deutschen Arbeitsmarkt waren dabei nur der Gipfel einer verfehlten Wirtschaftspolitik, die Deutschland nachhaltig aus dem Ruder laufen ließ und Europa in den Ruin führte. Das Nacheifern solcher Reformen –

heute gezielt in Frankreich und Italien – wird nicht nur die erhoffte Krisenbewältigung nicht bewirken können, sondern die Währungsunion einem neuen deflationären Schock aussetzen.

Was immer und überall übersehen wird: Frankreich ist es – ganz im Gegensatz zu Deutschland – selbst unter dem Euro weitestgehend gelungen, eine sehr stetige Binnennachfrageentwicklung zu erzielen. Nicht Deutschlands, sondern Frankreichs Beispiel liefert damit eigentlich ein taugliches Modell für die EWU. Die Probleme Frankreichs sind im Kern aus der Tatsache entstanden, dass Deutschland beständig gegen die inhärenten Stabilitätsregeln einer Währungsunion verstoßen hat.

Was aber hat Frankreich anders gemacht? Besteht heute nicht die akute Gefahr, dass Frankreich in eine tiefe Krise stürzt, wenn die französische Wirtschaftspolitik nunmehr auf den üblichen Kurs der Wirtschaftspolitik in der Eurozone einschwenken würde; worauf ja alle beständig drängen. Marine Le Pen ist Europa bis auf weiteres erspart geblieben, doch es bleibt die akute Gefahr, dass Emmanuel Macron sich zum französischen Gerhard Schröder verwandeln und auch der Euro Währungsunion einen neuen Schub in Richtung steigender Ungleichheit bei nachhaltigem Binnennachfragemangel verpassen könnte.

Anders als im Fall Deutschlands und Frankreichs, kann diese Studie für die Länder Italien und Spanien auf die empirische Analyse der ersten AK Studie aufbauen und diese in geeigneter Weise erweitern. Während die Eurokrise für die Krise Italiens ähnlich wie im Fall Frankreichs im Hintergrund steht, war Italien aber schon vor der Krise ein Wachstums-Nachzügler und ist dann seit der Krise in einer Dauerrezession versunken. Auch das ist zu erklären.

Die erste Studie hat den allgemein sehr engen Zusammenhang zwischen Arbeitnehmerentgelt und Konsumausgaben in den Eurokrisenländern aufgezeigt, der sich seit 2008/9 aus der Kombination von Austeritäts- und Lohnsenkungspolitik ergab. Diese Studie wird zusätzlich eine Analyse der italienischen Bankenkrise miteinschließen. Dies beruht auf der Vermutung, dass es in Italien besonders starke Wechselwirkungen zwischen der deflationären Makrowirtschaftspolitik und einer krisenbedingt restriktiven Kreditvergabe der Banken gegeben hat. Nicht riskante Engagements im Ausland, sondern die Dauerrezession haben das italienische Bankensystem ruiniert. Damit stellt sich auch die Frage, inwieweit die Euro „Bankenunion“ Italien heute bei der Bewältigung der Krise hilft oder sie gar behindert. Andererseits stellt sich auch die dringende Frage, was ein Euroausstieg für Italien (und die Währungsunion) bedeuten würde. Gibt es noch einen Weg für Italien, den Euroausstieg zu vermeiden?

Angesichts der hartnäckigen Krise Italiens drängt sich auch der Vergleich zur Entwicklung in Spanien auf. Spanien war gleich zu Beginn der globalen Krise von 2008/9 besonders stark von einer heimischen Immobilien- und Bankenkrise betroffen gewesen. Spanien setzte dann ab 2012 recht zügig tiefgreifende Arbeitsmarktreformen sowie Maßnahmen zur Stützung und Re-Kapitalisierung des Bankensystems (unterstützt durch ein Programm des Europäischen Stabilitätsmechanismus) um. Seit 2014 erlebt Spanien eine - gemessen an den offiziellen BIP-Zahlen - im Vergleich zur übrigen Eurozone recht lebhaftere Erholung. Spanien wird daher ähnlich wie Deutschland als Beweis für den Erfolg seiner mutigen Strukturreformen gepriesen. Ist diese Einschätzung gerechtfertigt? Wie lassen sich die BIP-Zahlen in Übereinstimmung mit den schwachen Indikatoren in der Industrie und für die Bauwirtschaft bringen? Welche Bedeutung hatte der Tourismusboom für Spaniens Erholung? Welche Lehren lassen sich aus den Erfahrungen Spaniens wirklich für die Euro Währungsunion ziehen?

Ein Vergleich der Wirtschaftspolitik und -entwicklung der vier großen Euro Mitgliedsländer verspricht wichtige neue Erkenntnisse zur Bestimmung einer geeigneten Wirtschaftspolitik für die Währungsunion insgesamt. Zusätzlich unternimmt die Studie aber auch den Vergleich zu den USA, einer funktionierenden Währungsunion. Was unterscheidet Amerikas Währungsunion von der EWU? Was muss Europa mindestens unternehmen, um eine funktionierende Währungsunion zu schaffen?

Die Studie liefert eine kritische Analyse der wichtigsten Regimereformen und wirtschaftspolitischen Maßnahmen seit Beginn der noch immer nicht überwundenen Eurokrise. Dies betrifft insbesondere: Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakt sowie Fiskalkompakt, gesamtwirtschaftliches Ungleichgewichtsverfahren, die (Grenzen der) experimentellen Geldpolitik der EZB, Bankenunion und Kapitalmarktunion, Juncker Plan. Die Studie zeigt, dass diese Reformen ungenügend und teilweise sogar in die falsche Richtung zielen. Will man den Euro noch retten, ist ein grundlegender Kurswechsel dringend geboten.

Die Untersuchung verwendet den bereits in der ersten AK Studie zum Einsatz gekommenen empirischen Ansatz, weitet ihn jedoch auf Deutschland und Frankreich aus. Die empirische Analyse schließt nunmehr auch eine Betrachtung der Entwicklung der Investitionen, Einkommensverteilung sowie der Bankensysteme mit ein.

Die Untersuchung gliedert sich wie folgt: Abschnitt 1 liefert einen kurzen Überblick zur außergewöhnlich schlechten Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone. Die Abschnitte 2 und 3 behandeln dann die deutsche Wirtschaftspolitik und -geschichte der Nachkriegszeit sowie die Entstehungsgeschichte des

„deutschen Modells“. Abschnitt 4 untersucht Frankreichs Wirtschaftsentwicklung im Vergleich zu Deutschland sowie Frankreichs heutige Wirtschaftslage und beschreibt die wirtschaftspolitischen Herausforderungen. Abschnitt 5 untersucht Italiens Wirtschaftsentwicklung und Dauerrezession der letzten 10 Jahre unter besondere Berücksichtigung der Bankenkrise. Spanien und die besondere Bedeutung des Tourismusbooms sind Gegenstand des Abschnitts 6. Abschnitt 7 vergleicht die dysfunktionale Euro Währungsunion mit der funktionierenden Währungsunion Amerikas. Die Ergebnisse der Untersuchung werden in Abschnitt 8 zusammengefasst.

1. Anhaltendes Siechtum der Eurozone oder die Erholung, die keine ist

Die Europäische Währungsunion (EWU) befindet sich seit 2008 in einer Dauerkrise. Nicht alle Mitgliedsländer sind davon gleichermaßen betroffen. Vielmehr ist hochgradige Unausgewogenheit ein Markenzeichen der Wirtschaftsentwicklung und eine besondere Bedrohung für den Weiterbestand der Währungsunion. Auch die vier großen Euro Mitgliedsländer, Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien, die im Mittelpunkt dieser Untersuchung stehen, haben unter dem Euro und speziell seit dem Ausbruch der Dauerkrise im Jahr 2008 eine sehr unterschiedliche Entwicklung erfahren.

Abbildung 1: Wirtschaftsentwicklung der vier Großen unter dem Euro (2008=100)

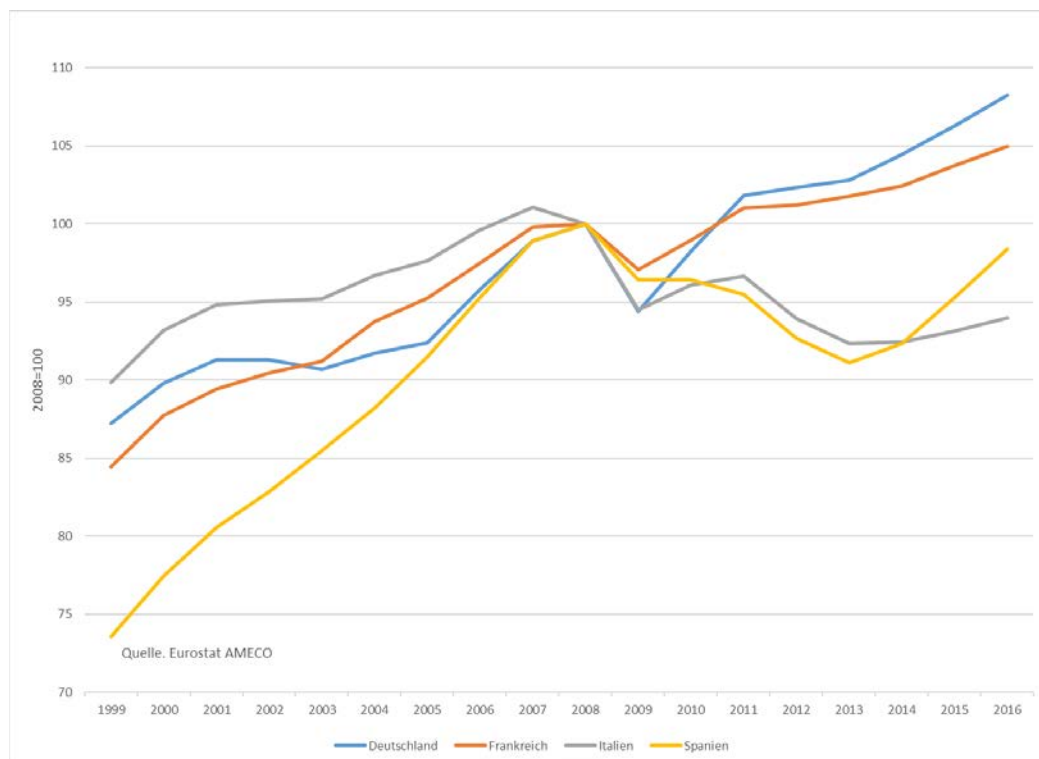


Abbildung 1 zeigt die Wirtschaftsentwicklung der vier großen Euro-Mitgliedsländer unter dem Euro - betrachtet relativ zum Basisjahr 2008. Seit 2008 sticht Deutschland innerhalb dieses Kreises als Land mit vermeintlich starker Entwicklung hervor; es ist sogar Spitzenreiter dieser Ländergruppe. Und das, obwohl der Einbruch in 2009 in Deutschland besonders tief war. Frankreich dagegen erzielte seit der Krise nur noch sehr geringes Wachstum. Die Lage in den beiden größten Ländern der Währungsunion hat sich somit umgekehrt: Vor der Krise galt Deutschland lange als „kranker Mann“, erzielte nur sehr kurze Aufschwünge (1999-2000, 2006-07), während Frankreich unter dem Euro zunächst eine sehr stetige und deutlich lebhaftere Entwicklung verzeichnete. In Italien, das vor der Krise eine ähnlich schlechte Entwicklung wie Deutschland verbuchte, hat sich die Lage seither – im Gegensatz zu Deutschland – dramatisch weiter verschlechtert: Das Land steckt irgendwie fest, kommt einfach nicht wieder in Gang, scheint buchstäblich in eine Falle getappt zu sein, aus der es sich bislang nicht befreien konnte.

Spanien wiederum erlebte ein rasantes Auf und Ab. Erst einen langen Boom, dann der jähe Absturz, der wie in Italien den Verlauf einer Doppel-Rezession nahm. Seit ein paar Jahren verzeichnet das Land im Südwesten der Währungsunion (wir betonen erneut: Gemessen an den offiziellen BIP-Zahlen!) wieder eine vergleichsweise starke Entwicklung. Allerdings ist die Arbeitslosigkeit weiterhin sehr hoch.

So wundert es nicht, dass Deutschland aus dem Kreis der großen Euro-Mitgliedsländer heute in den Medien und in der Politik gemeinhin als Modell und Vorbild gepriesen wird, während Frankreich und Italien nach offizieller Lesart ihre Hausaufgaben nicht gemacht haben und daher, gänzlich selbstverschuldet, der Entwicklung hinterherhinken beziehungsweise weiterhin auf der Stelle treten. Mit den vermeintlich versäumten Hausaufgaben sind natürlich „Strukturreformen“ gemeint, konkreter: die dringend notwendige Liberalisierung des Arbeitsmarktes und das Zurückdrängen des Staates, welche für die Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit unumgänglich seien. Selbst die globale Finanzkrise von 2007/9 und die immer noch nicht verarbeitete Eurokrise seit 2009 haben die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen nicht zur Besinnung und zum Nachdenken anregen können. Europa hält unbeirrt weiterhin am Neoliberalismus fest.

Frankreich und Italien stehen aus dieser Sicht ihrem eigenen Glück im Weg, weil sie die Medizin der wundersamen Heilungskraft des Marktes verweigern. Dies wird heute aus vermeintlich sachkundigen Mündern gebetsmühlenartig abgespult und von den Medien nachgebetet. Das folgende Zitat von François Villeroy de Galhau, Gouverneur der Banque de France, bringt den simplen Kern der Hypothese

der anhaltenden Wirtschaftsschwäche aufgrund hinausgezogener Strukturreformen sehr gut zum Ausdruck:

“Twenty-five years ago, we spoke of an ‘Economic and Monetary Union’. Since then, we have made a success of Monetary Union, but we have not been very effective with regard to Economic Union. The rather good economic performance in the euro area on average still conceals individual heterogeneities. And so, first and foremost, some countries, like France and Italy, need to accelerate domestic structural reforms to improve the functioning and flexibility of their economies. And let me be clear, it is in our national interest: we currently have lower economic growth and employment than some of our neighbors, such as Germany, Spain and the Netherlands, which have succeeded in carrying out the necessary reforms” (Rede in New York City, 19 April 2017).

Die Hypothese der anhaltenden Wirtschaftsschwäche aufgrund hinausgezogener Strukturreformen entspricht natürlich dem üblichen Aberglauben der Mainstream Wirtschaftstheorie, wonach man Märkte von allen „Rigiditäten“ befreien müsse, weil sie dann – immer und überall – schnellstes Wachstum und allgemeine Glückseligkeit ermöglichen würden. Wachsen Volkswirtschaften schneller als andere, dann liegt das an den von ihnen erfolgreich umgesetzten Strukturreformen. Wachsen Volkswirtschaften langsamer, dann liegt das allein daran, dass sie dringende Strukturreformen immer noch nicht umgesetzt haben.

Die intellektuelle Einfalt dieser Weltsicht ist beeindruckend, doch ihr Reiz für jene, die sich, womöglich aus politischem Kalkül, einfach der neoliberalen Hammelhorde anschließen wollen, ist enorm. Doch bevor wir im Folgenden eine Alternative darlegen, wollen wir zunächst die aktuelle Lage sowie einige historische Entwicklungen der vier großen Euro-Mitgliedsländer Revue passieren lassen.

Abbildung 2. Wirtschaftsentwicklung der vier Großen in der Ära des Neoliberalismus (1999=100)

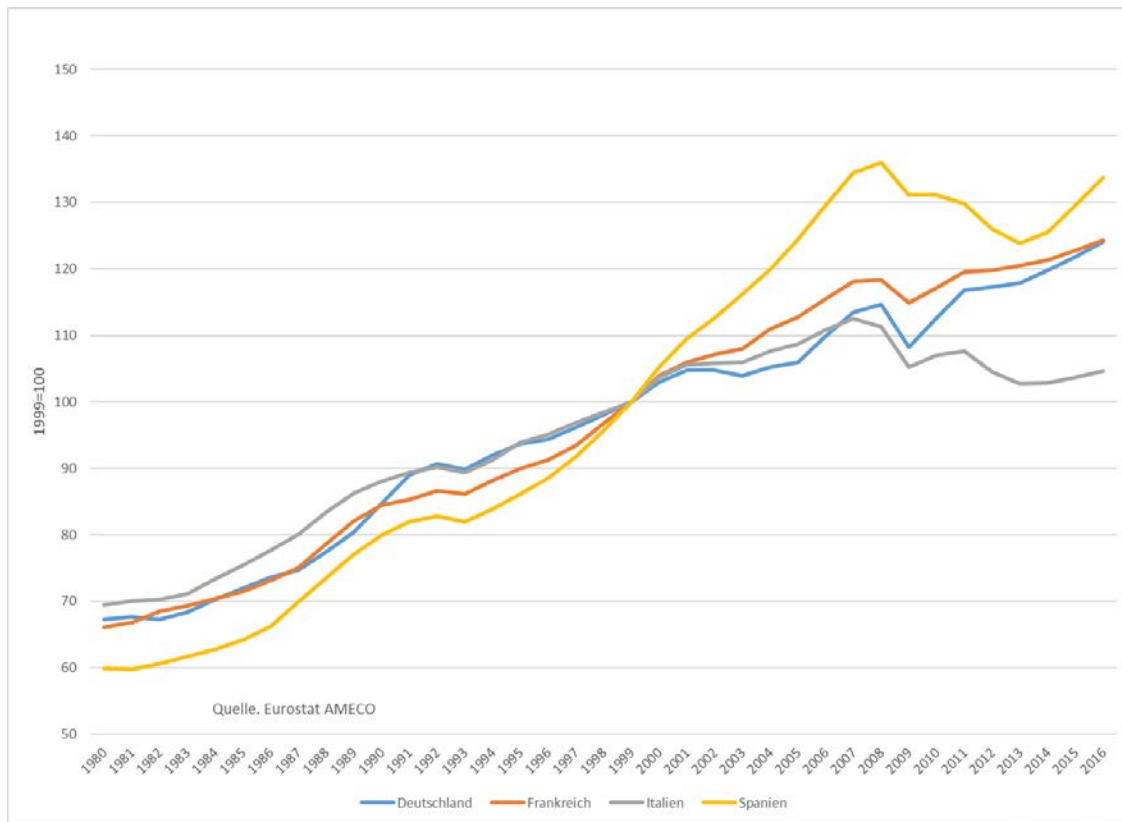
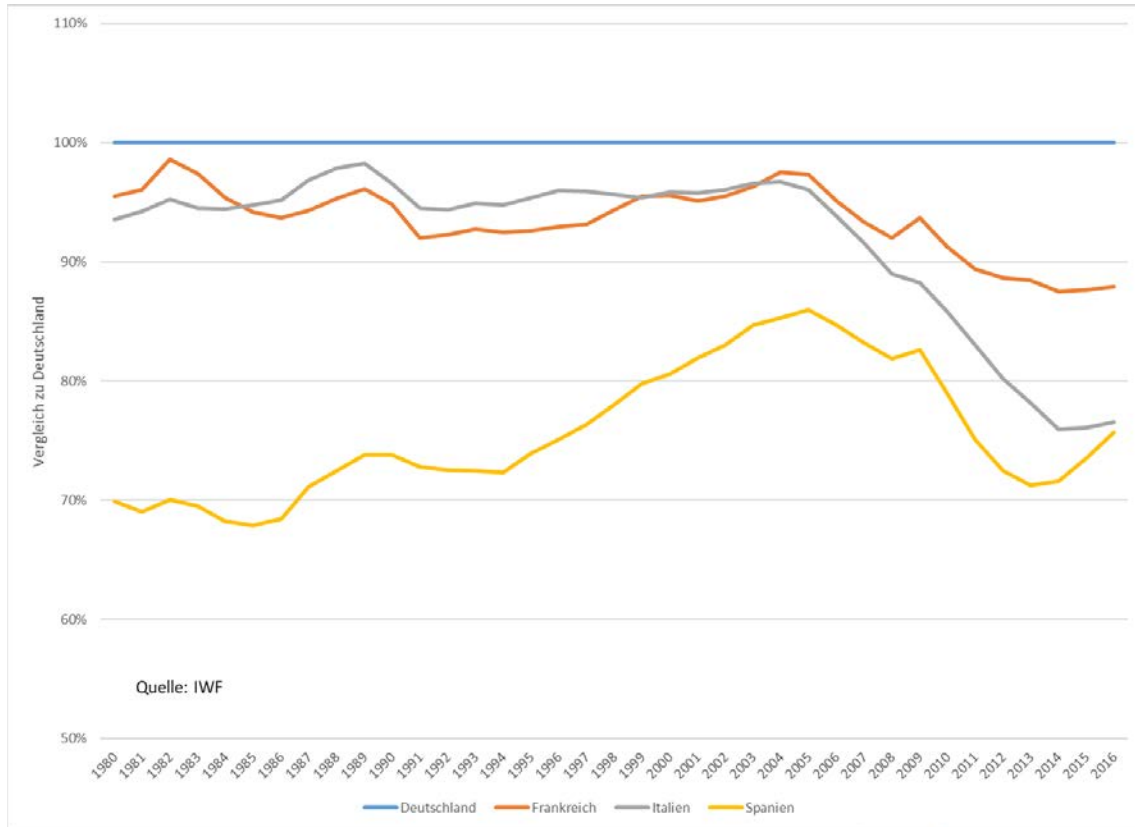


Abbildung 2 zeigt die Wirtschaftsentwicklung der vier großen Euro-Mitgliedsländer seit 1980 betrachtet relativ zum Basisjahr 1999, dem Jahr der Euroeinführung. Alle zehn Jahre etwa gab es eine Rezession, aber ansonsten waren in den achtziger und neunziger Jahren für Deutschland, Frankreich und Italien recht ähnliche Entwicklungen zu verzeichnen.

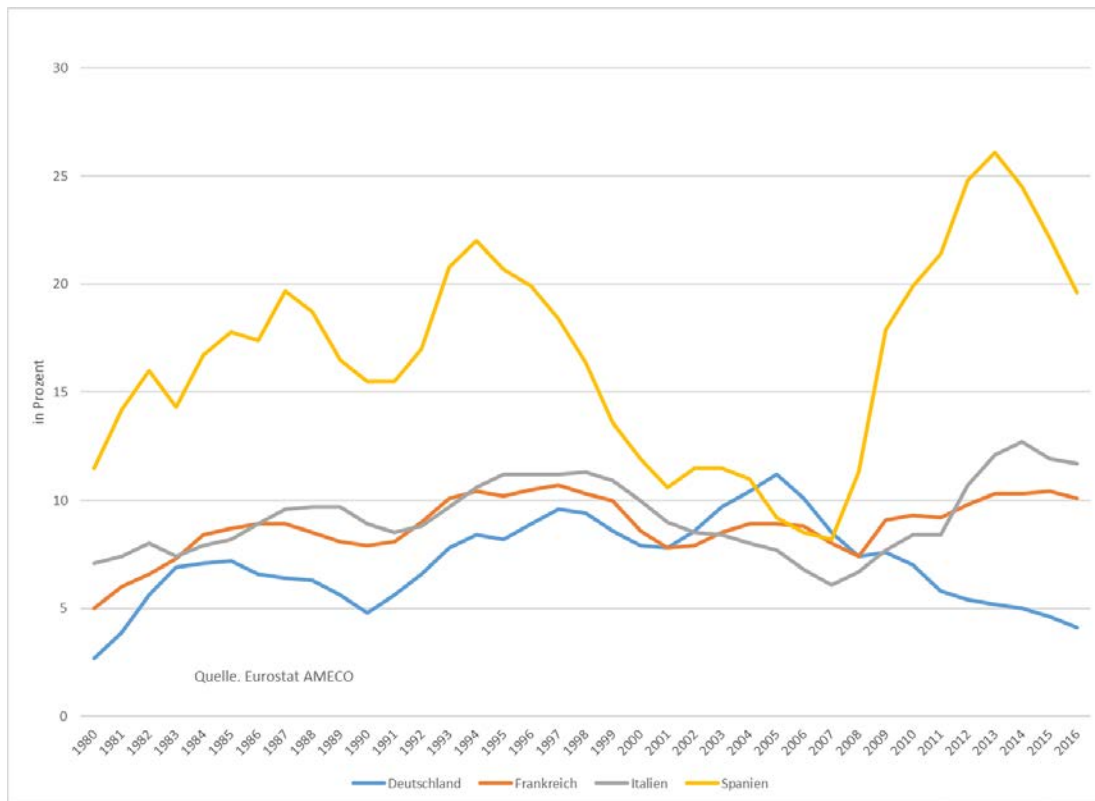
Deutschland erlebte eine kurzfristige Wachstumsbeschleunigung in den Jahren um die deutsche Vereinigung, doch Frankreich holte im weiteren Verlauf der neunziger Jahre wieder auf. Insgesamt war auch Italiens Entwicklung in dieser Zeit nur wenig langsamer als die in Deutschland und Frankreich. Spanien dagegen war der EG/EU erst 1986 beigetreten und erzielte bis 2009 einen erfolgreichen Aufholprozess und sehr langen Aufschwung. Die spanische Wachstumsbeschleunigung, die Mitte der achtziger Jahre einsetzte, konnte, abgesehen von der Rezession Anfang der neunziger Jahre, bis zur großen Krise aufrechterhalten werden. Auch für die Zeit unter dem Euro zeigt sich für Deutschland und Frankreich insgesamt hier ein fast paralleler Verlauf der Entwicklung: Deutschland lahmte vor der großen Krise, Frankreich seither. Im Fall Spaniens hoffen optimistische Betrachter nunmehr auf eine Wiederaufnahme des von der tiefen Krise vielleicht nur unterbrochenen Aufholprozesses, während Italien - wie hier nochmals deutlich erkennbar - unter dem Euro auf dem Abstellgleis gelandet zu sein scheint.

Abbildung 3. Entwicklung der Pro-Kopfeinkommen: Aufholprozess und Konvergenz?



Auch in der Entwicklung der Pro-Kopfeinkommen (in kaufkraftbereinigter Schätzung durch den IWF), die in Abbildung 3 für die Zeit seit 1980 zu sehen ist, zeigt sich, dass unter den drei alten Mitgliedsländern Deutschland bis 2005 nur einen leichten Vorsprung von rund 5 Prozenten aufwies, während Spanien seinen deutlich größeren Rückstand sogar – vorübergehend – stark verringern konnte. Seit der großen Krise hat insbesondere Italien gegenüber Deutschland enorm verloren; es liegt nunmehr gleichauf mit Spanien. Aber auch Spanien und selbst Frankreich sind seither spürbar zurückgefallen. In dieser Betrachtung lässt sich daher leicht errahnen, warum Deutschland gemeinhin als Gewinner des Euro und der Eurokrise wahrgenommen wird und warum man sich im übrigen Europa als Verlierer ansieht.

Abbildung 4. Entwicklung der Arbeitslosigkeit seit 1980



Die höchst brisante ökonomische Spaltung innerhalb der Eurozone spiegelt sich auch in der Arbeitsmarktlage wieder: In Deutschland ist die Arbeitslosenrate heute so niedrig wie zuletzt vor der Rezession der frühen Achtziger, ja, sogar niedriger als zu Zeiten des „Vereinigungsbooms“. In den anderen drei Ländern werden dagegen weiterhin historische Negativrekorde geschrieben. In Frankreich und Italien ist die Arbeitslosenrate in den letzten Jahren nur minimal zurückgegangen. In Spanien ist sie zwar deutlicher gefallen, aber ausgehend von einem extrem hohen Niveau. Deutschland hatte traditionell eine niedrigere Arbeitslosenrate als die anderen drei Länder. Das war nur in den Zweitausendern bis zur großen Krise anders. Damals stieg die Arbeitslosigkeit in Deutschland entgegen dem Trend in der übrigen Eurozone und überstieg das Niveau in den anderen drei großen Euro-Mitgliedsländern. Warum war Deutschland damals krank? Wie konnte Deutschland seitdem wie der Phönix aus der Asche wiederaufstehen – während andere Euro-Mitgliedsländer und die Eurozone insgesamt die Krise bis heute nicht hinter sich lassen konnten?

Abbildung 5. Binnennachfrageentwicklung: Eurozone im internationalem Vergleich weit abgeschlagen



Die außergewöhnlich schlechte Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone zeigt sich im internationalen Vergleich mit anderen entwickelten Ländern insbesondere bei der Betrachtung der Binnennachfrageentwicklung seit der großen Finanzkrise von 2009 (s. Abbildung 5). Die großen entwickelten Volkswirtschaften haben zwar überwiegend nach der globalen Krise nur eine unbefriedigende Entwicklung aufgewiesen. Doch die Eurozone ist weit abgeschlagen, sie ist das internationale Schlusslicht. Die Eurozone schaffte es nach den offiziellen Zahlen erst im Jahr 2016 den Vorkrisenstand bei der Binnennachfrage wiedererreichen.

Das Bild der Gesamtlage ist eindeutig und lässt sich nicht glaubhaft schönreden: die Wirtschaftspolitik der Eurozone hat ganz offensichtlich eklatant versagt. Sofern man den Euro als Mittel begriffen hatte, gemeinsame Prosperität in Europa zu organisieren und zu sichern, so ist der Euro zweifelsohne gescheitert. In der Tat haben politische und soziale Instabilitäten in fast allen Mitgliedsländern heute ein Ausmaß erreicht, das ein Auseinanderbrechen der WWU als allemal möglich erscheinen lässt. Es ist daher keine Übertreibung, von einer wahren „Existenzkrise“ der EU zu sprechen. Wolfgang Münchau hat dies angemessen unverblümt mit Nennung der Hauptverantwortlichen formuliert:

„Beim Überwinden der Krise der Eurozone zu versagen, war einer der großen historischen Fehler des Nachkriegs-Europas – das Erbe von Angela Merkel, Nicolas Sarkozy, François Hollande und

all jenen, die in dieser Politikkatastrophe eine Rolle spielten. Es ist eine der Hauptursachen für den Aufstieg des Populismus. Es hat uns alle anfällig für zusätzliche Schocks gemacht. Der Austritt eines einzelnen Landes würde eine Finanzkrise von unvorstellbaren Proportionen entfalten“ (Financial Times, 27. März 2017, eigene Übersetzung).

Wie genau aber hat sich Europa in diese brisante Lage hineinmanövriert, welches waren die dafür ausschlaggebenden Faktoren und Ursachen? Die nächsten zwei Abschnitte konzentrieren sich auf Deutschland, der wichtigsten Wirtschaftsmacht Europas und der WWU. Liefert Deutschland wirklich ein gutes Vorbild? Wäre der WWU tatsächlich damit geholfen, wenn man dem „deutschen Modell“ folgte?

2. Vom „Wirtschaftswunder“ zum „deutschen Modell“: Mythen und Fakten

Die besondere Bedeutung, die die deutsche Exportwirtschaft hat, ist gewiss kein Geheimnis. Alle Welt spricht tagtäglich davon. Ganz besonders auch Deutschland selbst, wo der Titel „Exportweltmeister“ in Öffentlichkeit und Politik nationalen Stolz erweckt und als ganz besondere Auszeichnung begriffen wird. Exporte sind das Markenzeichen der neuen deutschen Weltoffenheit, eine Art Gegenpol zu Hitlers Autarkiehirngespinnst; „Made in Germany“ ist Teil des Mythos vom Wirtschaftswunder – dem Wiederaufstieg nach totalem Untergang. Ausländische Kritik an deutscher Exportstärke stoßen in Deutschland auf komplettes Unverständnis (Jones 2017, SVR 2017, Steinhardt und Flassbeck 2017, Häring 2017, Schuhknecht 2017). Schließlich basieren Deutschlands Exporterfolge auf höchster Produktqualität und exzellentem technischen Knowhow. Sie sind das Ergebnis der Genialität deutscher Ingenieure und harter ehrlicher Arbeit. Das zu kritisieren kommt einer Kritik an urdeutschen Tugenden gleich.¹

Dabei geht es überhaupt nicht um Deutschlands Exporte und die hervorragende Qualität vieler deutscher Exportprodukte. Es geht um notorische deutsche Exportüberschüsse. Aus Sicht der Theorie des internationalen Handels besteht der Sinn und Zweck von Exporten darin, einer Volkswirtschaft den Bezug von Import zu ermöglichen. Deutschland hat sich zum Beispiel auf die Produktion hochwertiger Personenkraftwagen spezialisiert, produziert davon viel mehr als im Inland nachgefragt werden. Der Absatz dieser Mehrproduktion an Personenkraftwagen ermöglicht es Deutschland im Gegenzug, andere Produkte im Ausland einzukaufen. Das Ausland würde seine Produkte nicht auf Dauer nach Deutschland liefern, wenn Deutschland selber nichts im Ausland verkaufen könnte, also auch nicht die Mittel

¹ Der wirtschaftspolitische Diskurs, speziell zu makroökonomischen Themen, und Deutschlands Wirtschaftspolitik, stur verfolgt und verteidigt durch Finanzminister Schäuble (2010, 2011, 2013), werden im Ausland als höchst eigentümlich wahrgenommen. Siehe Economist 2014, Bofinger 2016, Feld et al. 2015, Münchau 2014, Wolf 2013.

(Deviseneinnahmen) zur Begleichung der Importrechnung erzielte. Warum aber verkauft Deutschland im Ausland beständig mehr als es dort selber einkauft? Warum sind Deutschlands Importe notorisch geringer als seine Exporte?

Für das Ausland bedeutet dies, beständig ein zusätzliches Nachfrageproblem (zu dem eigenen Sparproblem) zu haben und neue Schulden machen (und/oder Vermögenswerte verkaufen) zu müssen, um Deutschlands Exportüberschüsse zu finanzieren und überhaupt erst zu ermöglichen. Um diese *makroökonomische* Problematik geht es in Wirklichkeit, wenn alle Welt über das *Ungleichgewicht* im deutschen Außenhandel klagt, Deutschland dies aber als Angriff auf die Ehrhaftigkeit seiner exzellenten Exportprodukte und deutsche Tugenden an sich begreift – oder begreifen will. In Deutschland wird regelmäßig übersehen oder verschwiegen, dass es damit auch zunehmend verwundbarer wird, weil die Finanzierungsrisiken bei schleichender Überschuldung der Handelspartner zunehmen.

Ob permanente Handelsüberschüsse Deutschland nun wirklich auszeichnen oder nur prägnant kennzeichnen, sie sind ein kritisches Wesensmerkmal des „deutschen Modells“ der Wirtschaftsentwicklung: Wachstum mittels permanenter und steigender Handelsbilanzüberschüsse. In diesem Abschnitt geht es darum, die Entstehungsgeschichte des „deutschen Modells“ als Hintergrund und Inspiration des späteren (Maastrichter) Euroregimes zu beleuchten. Die deutsche Wirtschaftsgeschichte der Nachkriegszeit und ihr Wechselspiel mit der deutschen Wirtschaftspolitik hatten einen maßgeblichen Einfluss auf die Gestaltung der Institutionen und der Wirtschaftspolitik, auf die man sich Anfang der neunziger Jahre in Maastricht geeinigt hat (Dyson und Featherstone 1999, James 2012). Wirtschaftsgeschichte und -politik der Nachkriegszeit hatten das deutsche Selbstbild in Öffentlichkeit und Politik nachhaltig geprägt.

Für Deutschland war das „deutsche Modell“ auf eigentümliche Weise lange ein Erfolgsmodell. Für Europa sollte es jedoch zum Verhängnis werden. Wie konnte ein Modell, das für Deutschland ein Erfolgsgarant zu sein schien, für Europa unter dem Euro zum Verhängnis werden? Nicht deutsche Exporte sind daran schuld, aber permanente deutsche Exportüberschüsse. Denn Deutschlands Exportüberschüsse sind nicht für alle Beteiligten Ausdruck von Erfolg und Nachhaltigkeit. Für andere Länder, speziell für Deutschlands Europartner, bedeuten sie Schulden und Niedergang. In einer Währungsunion kann aber keiner wirklich Sieger sein, wenn einige Mitglieder dabei zu Dauerverlierern degenerieren. Das letzte Kapitel zum Buch des deutschen Modells behandelt daher ein höchst brisantes Eigentor des selbstherrlichen Exportweltmeisters, der die wahren Ursachen seines (Schein-)Erfolgs nie wirklich verstanden hat.

Dabei begann alles ganz unschuldig. Die Nullstunde des deutschen Wirtschaftswunders, die Währungs- und Preisreform vom Juni 1948, war kaum zwei Jahre her. Die junge Republik im Westen Deutschlands hatte noch nicht einmal ihren einjährigen Geburtstag gefeiert. Bereits im Sommer 1950 erlebte sie ihre erste Krise, eine Zahlungsbilanzkrise. Natürlich ging die Wirtschaftserholung mit einem Importanstieg einher. Der Krieg im fernen Korea führte dann allerdings zu einem rasanten Rohstoffpreisanstieg (Eichengreen 2007, Giersch et al. 1992). Westdeutschlands Importrechnung stieg entsprechend, die Handelsbilanz wurde defizitär. Devisenreserven hatte man natürlich kaum. So drohte eine wirtschaftliche Vollbremsung, um das Importvolumen zu drosseln – sofern man nicht die Exporte hinreichend schnell steigern konnte. Ausländische Berater verstanden und empfahlen, dass Westdeutschland seine Exporte dringend steigern müsse, um weiter voranzukommen (und Europa bei der Entgegnung der kommunistischen Gefahr im Osten unterstützen zu können). Westdeutschland ließ sich nicht zweimal darum bitten.

Die Führung der Bank deutscher Länder, die 1948 von den Besatzungsmächten errichtete Vorgängerin der Deutschen Bundesbank, und Wirtschaftsminister Ludwig Erhard erkannten die Gunst der Stunde und waren sich darin einig, was zu geschehen hatte. An eine vorherige mündliche Besprechung anknüpfend, brachte Ludwig Erhard (1950) die Angelegenheit in einem Brief an Wilhelm Vocke vom 2. August 1950 treffend auf den Punkt:

„Ich habe meinerseits schon dafür Sorge getragen, dass auf dem gewerblichen Sektor die verarbeitenden Industrien ausreichend mit Rohstoffen versorgt werden, um auf diesem Felde keinerlei Mangellagen in Erscheinung treten zu lassen. Zu diesem Zweck werden wir die Ausfuhr von Roh- und Halbzeug zu drosseln, die der Erzeugnisse der verarbeitenden Industrien zu fördern versuchen. Nur wenn es uns gelingt, trotz der verständlichen Auftriebstendenzen und trotz Verteuerung ausländischer Rohstoffe das inländische Preisniveau einigermaßen stabil zu halten, werden wir schwerere Lohnkämpfe vermeiden können. Ich werde auf diesem Felde mit großer Härte operieren, weil sich gerade aus der gegenwärtigen Situation eine sehr reale Zukunftschance für die deutsche Außenwirtschaft ergibt. Wenn es uns nämlich durch innere Disziplin in höherem Maße als anderen Ländern gelingt, das Preisniveau zu halten, werden wir auf lange Sicht exportfähiger und unsere Währung innerlich und im Verhältnis vor allen Dingen zum Dollar dichter und gesünder. Sie dürfen also überzeugt sein, dass von meiner Seite aus alles geschieht, um die Dinge zu bändigen, und ich bin gewiss, keinen vergeblichen Appell an Sie

gerichtet zu haben, wenn ich Sie als am Schalthebel der Geld- und Kreditpolitik sitzend bitte, auch von Ihrer Seite aus diese Linie einzuhalten“ [Erhard 1950, 183-4, s. auch Holtfrerich 2008).²

Dieses Zitat beschreibt den Kern des deutschen Modells: die deutsche Wirtschaftspolitik soll sich darauf konzentrieren, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporte zu erhöhen, und zwar durch (überlegene) „innere Disziplin“. Wenn Deutschland mittels innerer Disziplin ein höheres Maß an Preisstabilität, also eine niedrigere Inflationsrate als seine Handelspartner, erzielt, so hat dies in einem System fester Wechselkurse automatisch den angestrebten Effekt: Deutschland gewinnt dann – kumulative – Wettbewerbsvorteile gegenüber seinen Handelspartnern. Als Erhard und die Bank deutscher Länder diese Strategie ausbrüteten, war die D-Mark im Bretton Woods System fester Wechselkurse eingebunden. Ähnliche Bedingungen wurden dann später mit dem Europäischen Währungssystem in den achtziger Jahren und erneut mit dem Euro ab 1999 wiederhergestellt. Diese Strategie lässt sich im Kern als währungspolitischer Merkantilismus begreifen: Gezielte Exportförderung bei gleichzeitiger Importbehinderung – mittels innerer Disziplin.

Währungspolitischer Merkantilismus wurde zum deutschen Erfolgsrezept. Überlegene innere Disziplin war die kritische Zutat: Die Gewerkschaften mussten hierzu von aggressiven Lohnforderungen abgehalten, die Finanzpolitik von „keynesianischen“ Ideen abgelenkt werden. Der Bank deutscher Länder (und ab 1957 der Deutschen Bundesbank) wuchs die Rolle des „unabhängigen“ Disziplinators zu. Schon den Währungshütern der ersten Stunde, allen voran Wilhelm Vocke, Jurist und alter Reichsbanker, gefiel diese Rolle ungemein: die Zentralbank als oberste Hüterin der deutschen Stabilitätstugend. Der nationale und internationale Ruhm der Bundesbank basiert auf überlegener Inflationsperformance; was auch die Bereitschaft miteinschloss, sich mit der Regierung oder den Gewerkschaften anzulegen (Hayo 1998, Marsh 1992). Für das deutsche Modell war nicht niedrige Inflation an sich entscheidend, sondern eine deutsche Inflationsrate, die *niedriger* war als anderswo. Bei

² Dieses Zitat Erhards bringt nicht nur den Kern des deutschen Modells und die subtile Rolle innerer Disziplin zum Ausdruck. Man darf hier mit einiger Erheiterung auch Erhards Bemerkungen zur wirtschaftspolitischen Beeinflussung von Handelsströmen sowie seine Kommunikation mit der Zentralbank an sich hervorheben. Erhard gilt gemeinhin als Vertreter des Ordoliberalismus, wonach staatliche Eingriffe in Marktprozesse prinzipiell abzulehnen sind, der Staat vielmehr eine Ordnung befreiter Märkte herzustellen und zu sichern hat. Noch dazu wird das Eucken'sche „Primat der Währungspolitik“ in Deutschland – fälschlicherweise – immer mit dem heiligen Prinzip der Zentralbankunabhängigkeit in Verbindung gebracht, und Ludwig Erhard auch als Verfechter eben dieser Unabhängigkeit verehrt und gepriesen. Man stelle sich einmal einen solchen „Appell“ von Wolfgang Schäuble an Mario Draghi vor. Zur deutschen Währungsmythologie siehe Bibow 2009a, 2010, 2017.

festen Wechselkursen war genau dies die Quelle kumulativer Wettbewerbsgewinne. Überlegene innere Disziplin gab deutschen Exporten Rückenwind, für deutsche Importe bedeutete sie Gegenwind.

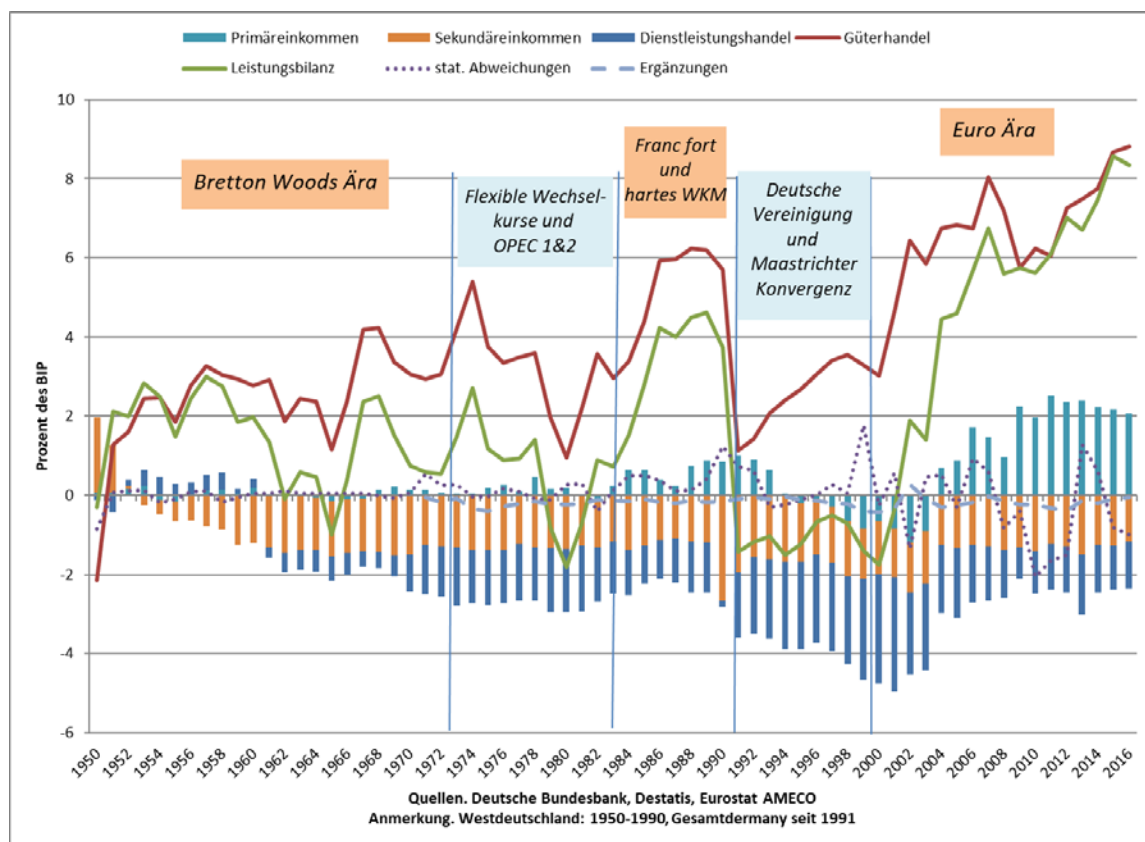
Das Kalkül ging lange nicht nur für Westdeutschlands Zentralbanker und Exportunternehmen auf. In den fünfziger und sechziger Jahren erbrachte das deutsche Modell auch nationalen Erfolg. Die zentralen makroökonomischen Preise waren damals im Lot. Innere Disziplin sicherte niedrige Inflation und mäßige Zinsen sowie einen wettbewerbsfähigen Wechselkurs. Investitionen, sowohl private als auch öffentliche, waren der Hauptmotor der Entwicklung; der Wiederaufbau- und Aufholbedarf war gewaltig. Exporte bzw. Handelsüberschüsse brachten der westdeutschen Wirtschaft beständig zusätzlichen Anschub. Doch auch der Konsum wuchs damals kräftig und stetig, da die Lohnentwicklung dank innerer Disziplin zwar keinen Inflationsdruck erzeugte, aber Anschluss an die investitionsbedingt kraftvolle Produktivitätsentwicklung behielt. So war „Wohlstand für Alle“, der Buchtitel von Ludwig Erhards (1957) berühmter Bibel zur Sozialen Marktwirtschaft, durchaus gelebte westdeutsche Realität und entsprach der kollektiven Wahrnehmung in der Wirtschaftswunderzeit.

Ein weiterer kritischer Tatbestand lag darin, Wechselkursaufwertungen der D-Mark grundsätzlich so lang wie nur möglich hinauszuzögern. In einem nach rationalen Grundsätzen gestalteten Währungssystem erbringt innere Disziplin auch nur entsprechende interne Vor- oder Nachteile.³ Extern wäre dieser Faktor aber neutral: denn die Währung eines Landes mit besonders niedriger Inflation würde regelmäßige Aufwertungen erfahren, um Inflationsdifferenzen auszugleichen und das Entstehen von Handelsungleichgewichten zu verhindern. So hatte es Keynes in seinen Plänen für die Bretton Woods Ordnung ursprünglich vorgesehen gehabt. Denn Handelsungleichgewichte erzeugen Konflikte und enden letztlich in Krisen. Übt man Anpassungsdruck allein auf Defizitländer aus, so ist dies nicht nur regelmäßig für die betroffenen Länder besonders schmerzhaft. Tendenziell wird dadurch auch deflationärer Druck im System als Ganzes erzeugt, so dass letztlich die Entwicklung aller Länder bedroht wird. Genau das wollte Keynes durch eine geeignete Gestaltung des Währungssystems unbedingt verhindern (Bibow 2009b). Die Wechselkurse im Bretton Woods System waren dann allerdings viel fester, als Keynes es bei divergierenden Inflationsraten der Teilnehmerländer vorgesehen hatte.

³ Fanatische Befürworter von Preisstabilität (i.S.v. extrem niedrigen Inflationsraten von unter zwei Prozent) wie etwa Otmar Issing (2001) können ganze Bücher mit den vermeintlichen wohlfahrtserhöhenden Wirkungen der Preisstabilität füllen. Die externe Bedeutung dieses Faktors im deutschen Modell bleibt dabei regelmäßig unerwähnt.

In Westdeutschland agierten von Beginn an mächtige Interessen gegen jegliche D-Mark-Aufwertung, boykottierten so den währungspolitisch eigentlich notwendigen Ausgleich von Inflationsdifferenzen; worauf Erhard und Vocke ja auch gesetzt hatten. Handelsdefizite galt es nach der frühen Krisenerfahrung von 1950-1 zu verhindern, nicht aber Handelsüberschüsse. Eine erste Aufwertung (von fünf Prozent gegenüber dem US Dollar) erfolgte erst im März 1961, eine zweite (von gut neun Prozent) Ende Oktober 1969. In dieser ganzen Zeit – und auch noch für zehn weitere Jahre – erreichte Westdeutschland beständig und mitunter beträchtliche Exportüberschüsse, wenngleich sie wesentlich geringer als heute waren (Wallich 1955, Wallich und Wilson 1979, Hölscher 1994, Holtfrerich 1998). Deutschlands Exportüberschüsse von heute haben folglich eine sehr lange Vorgeschichte. Wir werden weiter unten im Detail auf die einzelnen Phasen der Entwicklung zurückkommen.

Abbildung 6. Die lange Geschichte deutscher Leistungsbilanzüberschüsse (1950-2016)



In Öffentlichkeit und Politik und auch bei den Unternehmen selbst kann so sehr leicht eine gewisse Illusion in Sachen Wettbewerbsfähigkeit entstehen. Entsprechend von den Medien aufgemacht, wird der internationale Erfolg in erster Linie als Ergebnis überlegener Produktqualität und eigenem Fleißes wahrgenommen. Kommt es zur Abwertung anderer Währungen mit höherer nationaler Inflation, so

wird dies womöglich als „unfair“ empfunden, weil es doch das wieder teilweise zunichtemacht, wofür man so hart und diszipliniert gearbeitet hat. Die Illusion besteht darin, einzelwirtschaftliche Innovationsanstrengungen zur Steigerung der Produktivität und verbesserter Produktqualität mit den gesamtwirtschaftlichen Folgen wirtschaftspolitisch organisierter innerer Disziplin zu vermischen, die vornehmlich oder vordergründig der Wahrung der Preisstabilität gilt. Letzteres hat mit unternehmerischer Leistung und exzellenter Produktqualität überhaupt nichts zu tun. Aber der einzelne deutsche Unternehmer profitiert doch von der hohen deutschen Disziplin – weil im Bretton Woods System nationale Inflationsdifferenzen eben nicht automatisch per Wechselkursanpassung ausgeglichen wurden. Eindeutig unfair war das für Unternehmen in Ländern mit relativ hoher Inflation, weil dort – spiegelbildlich zu Deutschland – kumulative, inflationsbedingte Wettbewerbsverluste regelmäßig erst mit starker Verzögerung zumindest vorübergehend wieder ausgeglichen wurden.

Nach Überwindung der frühen Zahlungsbilanzkrise erlebte Westdeutschland einen 15 Jahre andauernden Aufschwung: das berühmte deutsche Wirtschaftswunder. Gutgeschrieben wurde diese Erfahrung einerseits dem Ordoliberalismus Walter Euckens (1940, 1952), der die glückliche Hand Ludwig Erhards geführt haben soll. Das Umschalten von Planwirtschaft auf Marktwirtschaft mit der Währungsreform vom Juni 1948 lieferte das Paradebeispiel einer tiefgreifenden liberalisierenden Strukturreform. In Deutschland gilt noch heute, dass Strukturreformen Wunder bewirken und das Gemeinwohl zwangsläufig steigern.

Die im internationalen Vergleich besonders niedrige deutsche Inflation erweckte das deutsche Modell zum Leben. Darauf erbaute nicht nur die Bundesbank ihren spezifischen Stabilitätsruhm. Die Früchte des Wachstums, das beständig durch Exporte bzw. Exportüberschüsse „subventioniert“ wurde, wurden damals breit geteilt. Die Gewerkschaften verhielten sich stabilitätsgerecht. Doch die Arbeitnehmer erfreuten sich hoher Reallohnzuwächse. Für eine aktive Konjunkturpolitik gab es kaum einen Bedarf. Die öffentlichen Haushalte wiesen in vielen Jahren trotz hoher Investitionen Überschüsse aus.

Auch die Rezession von 1966/67 sollte sich als nur kurz erweisen, wurde aber zunächst – nach langen Jahren des Aufschwungs – als tiefe Krise begriffen. Für die deutsche Wirtschaftspolitik war es in gewisser Weise die späte Weihe des Keynesianismus (Dillard 1985, Allen 1989, Hagemann 2000). Erhard war als Kanzler gestürzt, der neue Wirtschaftsminister Karl Schiller war der Mann der Stunde, ein Keynesianer. Expansive Geld- und Fiskalpolitik wurden eingesetzt und brachten schnellen Erfolg – der aber wieder maßgeblich von einem Exportaufschwung verstärkt wurde. Für einen Moment lang schienen Ordoliberalismus und Keynesianismus miteinander vereinbar zu sein. Schiller sprach von

„Globalsteuerung“ als moderner Ergänzung der sozialen Marktwirtschaft (Krüger 1967, Hagemann 2000). Das „Stabilitäts- und Wachstumsgesetz“ von 1967 sollte die konjunkturpolitische Verantwortung des Staates regeln. Darin ist neben Preisstabilität, hoher Beschäftigung und stetigem Wachstums auch von einem „außenwirtschaftlichen Gleichgewicht“ die Rede. Wirklich Angst und Sorge hatte man in Westdeutschland aber weiterhin nur vor externen Defiziten.

Der späte Einzug des Keynesianismus in Westdeutschlands Wirtschaftspolitik wurde schnell vor große Herausforderungen gestellt. Ende der sechziger Jahre beschleunigte sich die Lohninflation, entfernte sich vom Produktivitätswachstum. Das brachte zunächst keine unmittelbare Bedrohung des deutschen Modells, weil die Beschleunigung der Lohninflation ein internationales Phänomen war, das in Westdeutschland vergleichsweise milde ausfiel. Selbst die D-Mark-Aufwertung in 1969 veränderte das Bild noch nicht wesentlich. Vielmehr waren es zwei weitere Ereignisse, die in den siebziger Jahren weltweit und eben auch in Westdeutschland für ungewohnte Instabilitäten sorgten. Zum einen brach das Bretton Woods System fester Wechselkurse Anfang der siebziger Jahre zusammen und die D-Mark wertete bis zum Ende des Jahrzehnts erheblich auf. Dies entzog dem deutschen Modell tatsächlich den festen Boden. Zum anderen kam es 1974 zu einem rasanten Ölpreisanstieg, der ersten „OPEC-Ölkrise“, und damit verbunden zu einer drastischen Verschlechterung des internationalen Austauschverhältnisses („Terms of Trade“), also einer krassen Verringerung des Verteilungsspielraums.

So waren Westdeutschlands siebziger Jahre ganz im Gegensatz zu den Zeiten des Wirtschaftswunders durch viele Instabilitäten gekennzeichnet: Das Wachstum war schwächer, schwankte aber mehr, Arbeitslosigkeit und Inflation verharrten auf ungewohnt hohem Niveau. Die Wechselkurse, selbst innerhalb Europas, wo man Versuche unternahm, sie zu stabilisieren, waren sehr volatil, wobei die D-Mark tendenziell stark aufwertete und die deutschen Handelsüberschüsse (als Anteil am BIP) schrumpften. Überhaupt wurde die Wirtschaft bei leichter Verschiebung der Verteilung zugunsten der Arbeitnehmer mehr vom Konsum getragen. Auch die Fiskalpolitik spielte eine aktivere Rolle. Die öffentliche Verschuldung stieg allerdings mit der Arbeitslosigkeit und dem Zinsniveau an.

Zum Ende des Jahrzehnts der globalen und regionalen Instabilitäten ergaben sich weitere Herausforderungen. Amerika drängte Westdeutschland dazu einen Beitrag zur Belebung der Weltkonjunktur leisten, Druck von außen, dem schließlich nachgegeben wurde. Das Einsetzen der Konjunkturbelebung fiel dann allerdings mit dem zweiten Ölpreisschock zusammen: die Konjunktur brach schnell wieder ein, Inflation und Arbeitslosigkeit stiegen deutlich an. Der Keynesianismus hatte

somit eindeutig versagt, das zumindest folgerten diejenigen, die unbedingt so folgern wollten, weil ihnen die Erfolge des Keynesianismus den Boden für „Strukturreformen“ zeitweise entzogen hatten.

Westdeutschland hatte somit bis 1980 alle wichtigen und das Land prägenden Erfahrungen gemacht, alle Zutaten für die deutsche wirtschaftspolitische Mythologie waren gesammelt worden:

markoliberalisierende Strukturreformen bedingen Wachstum und Wunder, für Preisstabilität sorgt am besten eine unabhängige Zentralbank, die durch ihre Stabilitätspolitik ebenfalls das Wachstum fördert, keynesianische Konjunkturprogramme dagegen entzünden nur „Strohfeuer“ und hinterlassen hohe Schulden, beständige Haushaltsdisziplin ist daher immer und überall besser. Die siebziger Jahre waren eine Ernüchterung und Enttäuschung. Es war Zeit für eine Wende, einer Rückbesinnung auf die vermeintlichen Ursprünge des deutschen Wohlstands.

3. Vom „kranken Mann des Euro“ zum vermeintlichen Superstar: Deutsche Wirtschaftspolitik seit den 1980ern

Die Lage der westdeutschen Wirtschaft war Anfang der achtziger Jahre nicht sehr gut. Arbeitslosigkeit und Inflation waren hoch und steigend. Im Zusammenhang mit der zweiten Ölkrise wies die Leistungsbilanz seit 1979 – völlig ungewohnt – ein Defizit aus und die D-Mark schwächelte (Scherf 1986). Die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen in der Bundesregierung und Bundesbank schien Panik zu ergreifen. Die Bundesbank straffte ihren Kurs und auch die Fiskalpolitik schwenkte noch vor dem Regierungswechsel von 1982 (also unter Helmut Schmidt) auf eine prozyklische Sparpolitik ein. Mit der Machtübernahme durch die konservative Regierung angeführt von Helmut Kohl wurde „Angebotspolitik“ und Haushaltskonsolidierung zum unantastbaren Dogma der Wirtschaftspolitik, Nachfragepolitik sollte offiziell keinerlei Rolle mehr spielen (Fels und Fröhlich 1987, Hellwig und Neumann 1987).

Der Sachverständigenrat hatte die wirtschaftspolitische Wende und die völlige Abkehr vom Keynesianismus intellektuell unter dem Vorsitz von Olaf Sievert vorbereitet (SVR 1977, Sievert 1980, 2003, Spahn 2010). Das basierte natürlich keineswegs auf neuen bahnbrechenden wissenschaftlichen Erkenntnissen. Die Wirtschaftsweisen hatten nur das Say'sche Gesetz wiederentdeckt und erklärten es für gültig. In seiner deutschen Fassung lautet das Gesetz, dass man Produktion und Beschäftigung für den Verkauf im Ausland immer steigern kann, es sei denn, es mangelt der Volkswirtschaft an Wettbewerbsfähigkeit. Ein Manko an Wettbewerbsfähigkeit kann also Wachstum und Beschäftigung drosseln. Mit Binnennachfrage und (mangelnder) Nachfragesteuerung kann das nach diesem Mantra

grundsätzlich nichts zu tun haben (Helmstädter 1988). Der Rat der Wirtschaftsweisen wiederholt diese Botschaft Jahr für Jahr in allzu vielen Worten, ohne dass dies den simplen Kern seiner merkantilistischen Heilslehre verschleiern könnte.

Die Instabilitäten der Siebziger, der Dreifachshock aus rasanter Währungsaufwertung, Terms-of-Trade Verschlechterung und steigenden Löhnen, hatten das deutsche Modell aus dem Ruder geworfen. Der Exportmotor hatte seine Verlässlichkeit eingebüßt. Die Binnennachfrage gewann kurzfristig an Bedeutung, insbesondere der private Konsum, der von der Verschiebung der Einkommensverteilung zugunsten der Arbeitnehmer angeregt wurde. Auch die Fiskalpolitik war aktiver eingesetzt worden, da die Arbeitslosigkeit auf hohem Niveau verharrte.

Diese Entwicklung frustrierte mächtige Interessen, die zum Beispiel in den Bemühungen des SVR und der Orientierung der Bundesbank hin zum Monetarismus ihren Ausdruck fanden (Giersch, Paque und Schmieding 1992, Richter 1999). In einfacher Verpackung ließ sich die Wende und Rückkehr zu Westdeutschlands ordoliberalen Wurzeln auch gut begründen und verkaufen. Man brauchte dazu ja nur an das Wunder der frühen Jahrzehnte zu erinnern und dies mit den Instabilitäten der Siebziger vergleichen. Der Keynesianismus war dann ganz eindeutig gescheitert. So erreichte die neoliberale (Reagan-Thatcher) Revolution im Jahr 1982 auch Westdeutschland. Politisch gab der Umschwung der FDP von einer linksliberalen zu einer rechtsliberalen Partei dem Ausschlag. Wirtschaftspolitisch konzentriert sich die deutsche (ordoliberale) Fassung des Neoliberalismus auf die Wiederbelebung des deutschen Modells. Währungspolitischer Merkantilismus wurde erneut zum Schlüssel der Entwicklung, wenngleich die Hürden im Zeitablauf höher wurden.

Wenig überraschend folgte der Rezession von 1981-82 nur eine sehr langsame Erholung. Das einseitige Setzen auf Angebots- und Konsolidierungspolitik zeigte die zu erwartende Wirkung: Stagnation. Die Inflation fiel zwar schnell auf zwei Prozent zurück, aber die Arbeitslosigkeit stieg kräftig und verweilte hartnäckig auf hohem Niveau. Hierin deuteten sich bereits die Ergebnisse der Neunziger und Zweitausender an, als man dieselben (anti-Keynesianischen) Rezepte in teilweise noch höherer Dosierung einsetzen würde.

Nach hartnäckiger Stagnation kam es erst Mitte der Achtziger über den Export schließlich zu einer Wirtschaftsbelebung. Dies verdankte man dem extrem starken US Dollar und dem Aufschwung der US-Wirtschaft, der von der Reagan'schen Variante der „Angebotspolitik“, nämlich expansiver Fiskalpolitik angetrieben war. So half der Export zumindest, den Schaden zu begrenzen, den die deutsche angebots-

und stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik bei der Binnennachfrage anrichtete. Die Folge aber war ein für damalige Verhältnisse sehr großer Leistungsbilanzüberschuss, der vor allem auf heftige amerikanische Kritik stieß und schließlich in einem neuen Währungsabkommen (Louvre-Akkord) und einer starken Abwertung des US-Dollar sein Ende fand.

Dank des Europäischen Währungssystems (EWS) erfuhr das deutsche Modell in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts dann eine neue Blüte. Europa hatte bereits vor dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems Initiativen gestartet, die Wechselkurse innerhalb Europas noch stärker zu stabilisieren. Frühe Versuche scheiterten, aber ein neuer vom deutschen Bundeskanzler Helmut Schmidt angeführter Vorstoß führte Ende der Siebziger zur Errichtung des EWS, das sowohl einen Wechselkursmechanismus (WKM) und eine Europäische Währungseinheit (EWE/ECU) als (politisch neutralen) Anker bzw. Rechnungseinheit enthielt.

In den Anfangsjahren des EWS gab es zunächst noch zahlreiche Wechselkursanpassungen („Realignments“). Aber nach einer kritischen Wende der Wirtschaftspolitik in Frankreich in 1983 kam es im Verlauf der achtziger Jahre zu einer „Verhärtung“ des WKM. Angesichts der Dominanz der D-Mark in Europa, akzeptierten es Deutschlands WKM Partner zunehmend, dem geldpolitischen Kurs der Bundesbank zu folgen. Mit der D-Mark als „Stabilitätsanker“ verfolgten sie eine Politik der Disinflation. Im Ergebnis konnte Westdeutschland im Rahmen eines Systems (regional) fester Wechselkurse dank innerer Disziplin so erneut kumulative Wettbewerbsgewinne erzielen.

Mit anderen Worten, ab 1983 war das deutsche Modell, zumindest in Europa, wieder voll im Geschäft. Im Laufe des Jahrzehnts stiegen Westdeutschlands Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse immer weiter an (s. Abbildung 6). In der ersten Hälfte basierte dies noch in erster Linie auf bilateralen Handelsüberschüssen gegenüber Amerika. Mit der Dollarabwertung ab 1985 wurden diese durch rasant wachsende Überschüsse gegenüber den Handelspartnern in Europa ersetzt, denen die D-Mark als EWS-Anker zur Disinflationierung ihrer Volkswirtschaften diente.

In den beiden letzten Jahren des Jahrzehnts wuchs die westdeutsche Wirtschaft dann um jeweils 4 Prozent pro Jahr. Im Zuge einer Einkommenssteuersenkung sprangen neben den Exporten endlich auch der private Konsum und die Investitionen an. Bei seriöser Betrachtung der Erfahrungen der achtziger Jahre hätte sich die angebotsorientierte Wirtschaftspolitik mit dem Mantra der allumfassenden Strukturprobleme, die Westdeutschland vermeintlich am Wachstum hindern würden, schnell erledigt haben sollen. Bei kräftigem Anstieg der verfügbaren Einkommen wuchs auch die Binnennachfrage

kräftig. Im Verbund mit hohem Exportwachstum und steigenden Exportüberschüssen wurde ein ausgeglichener Staatshaushalt ermöglicht. Die Partnerländer in Europa dagegen erzielten – spiegelbildlich hierzu – nicht nur Handelsdefizite, sondern – dies ist saldenmechanisch zwingend der Fall, sofern nicht die Ersparnis der privaten inländischen Sektoren entsprechend sinkt⁴, – wiesen im Vergleich zu Westdeutschland auch weiterhin schlechtere Positionen ihrer öffentlichen Finanzen aus. Die westdeutsche Wirtschaft samt öffentlicher Finanzen waren in guter Verfassung und bestens für den „Vereinigungsschock“, der historischen Herausforderung der Wiedervereinigung gewappnet (Bibow 2005).

Entsprechend gut verlief die wirtschaftliche Anpassung der westdeutschen Wirtschaft in der Anfangsphase. Die westdeutsche Wirtschaft wuchs in beiden Jahren nach der Vereinigung um jeweils 5 Prozent, und die Beschäftigung boomte. So stiegen auch die Löhne deutlich schneller als in den acht Jahren zuvor. Ähnlich stark beschleunigten sich allerdings auch die Produktivitätsgewinne, so dass die Inflation nur leicht anstieg. Die Fiskalpolitik war in den Jahren 1991-92 stark expansiv. Der zuvor ausgeglichene Staatshaushalt erreichte jetzt ein Defizit von rund 3 Prozent des BIP. Der derzeitige Umschwung in der Leistungsbilanz betrug rund 5 Prozentpunkte. Das vereinte Deutschland hatte nunmehr ein geringfügiges Leistungsbilanzdefizit von rund einem Prozent des BIP.

Auch für Europa war die deutsche Vereinigung zunächst ein Glückfall. Die starke Beschleunigung der deutschen Binnennachfrage bedeutete auch für Deutschlands Nachbarn ein Konjunkturprogramm. Die Bundesbank vereitelte allerdings, dass daraus eine für Europa erfolgreiche Periode wurde. Im Jahr 1991 straffte sie wegen vermeintlicher Inflationsgefahren und trotz klarer Anzeichen für eine Abkühlung der Konjunktur ihren Kurs scharf, die kurzfristigen Zinsen stiegen auf 10 Prozent. Gleichzeitig drängte sie die Regierung mit aller Macht dazu, auch die Fiskalpolitik zurück auf Sparkurs zu bringen. Erfolgreich.

Wenig überraschend versanken Deutschland und Europa 1992-93 in einer tiefen Rezession. Auch die westdeutsche Wirtschaft verzeichnete dadurch rund 1,5 Millionen Arbeitsplatzverluste, zusätzlich zu denen in der ostdeutschen Wirtschaft. Steigende Zinsen und steigende Arbeitslosigkeit – der Druck auf

⁴ Eine Volkswirtschaft lässt sich in die vier Sektoren: Unternehmen, private Haushalte, Staat und Ausland unterteilen. Die Summe der „Finanzierungssalden“ (aus Einkommen und Ausgaben) dieser vier Sektoren muss logisch zwingend immer null ergeben; die Weltwirtschaft kann nur so viel verdienen, wie sie ausgibt. Wir werden auf dieses Konzept und seine Anwendung zur Analyse der Fehlentwicklungen in Europa weiter unten zurückkommen.

die öffentlichen Finanzen stieg entsprechend. Damit hatte Deutschland bei der Bewältigung der historischen Herausforderung der Wiedervereinigung ein extrem teures Eigentor geschossen.

Die Bundesbank hatte ohne Frage überreagiert und die Lage fehleingeschätzt. Ein Teil des für Gesamtdeutschland ausgewiesenen Inflationsanstiegs beruhte auf einmaligen Preisanpassungen im Osten, wo die Preise zuvor 40 Jahre lang quasi eingefroren waren. Das war keine Inflation, sondern ein einmaliger Preisschock. Ein weiterer Teil beruhte auf fiskalischen Maßnahmen des Staates. Gerade weil die Bundesbank massiv und erfolgreich auf Sparpolitik gedrängt hatte, wurden als Teil der Sparmaßnahmen viele staatlich administrierten Preise und indirekte Steuern angehoben. Diese „Steuerschubinflation“ machte einen erheblichen Teil des Inflationsanstiegs im Westen aus (im Höhepunkt rund einen Prozentpunkt). Bereinigt um diese Verzerrung erreichte die Inflationsrate in der westdeutschen Wirtschaft im Höhepunkt gerade einmal drei Prozent, war also genau einen Prozentpunkt höher als die deutsche Stabilitätsnorm und der Standard der achtziger Jahre. Und das nach vier Jahren mit Wachstumsraten von 4 bis 5 Prozent pro Jahr. Gar nicht so schlecht für eine angeblich allumfassend von Strukturproblemen befallene Volkswirtschaft, die eigentlich gar nicht wachsen konnte.⁵

Doch die Tage deutscher Stabilität bei robustem Wachstums, speziell einer starken Binnennachfrageentwicklung, waren dank der von der Bundesbank inszenierten Vollbremsung auf lange Sicht vorbei. Deutschland hatte bereits in den achtziger Jahren bedingungslose Konsolidierungspolitik betrieben, dabei aber zumindest noch etwas Maß behalten und auch die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen nicht völlig verantwortungslos vernachlässigt. Das sollte ab den neunziger Jahren nachhaltig anders werden. Im Zeichen Maastrichts wurde die deutsche Finanzpolitik zunehmend zu blinder und im Ergebnis kontraproduktiver Sparpolitik degradiert. Zumindest im Osten hatte man in den Neunzigern noch umfangreiche Infrastrukturinvestitionen getätigt. In den Zweitausendern wurde an

⁵ Die Bundesbank machte noch einen weiteren gravierenden Fehler: sie missdeutete die Entwicklung der Geldmenge M3 und die Verfehlung ihres Geldmengenziels. Von der Konzeption her den Ideen Milton Friedmans völlig widersprechend, ist M3 ein „breites“ monetäres Aggregat. Es enthält verzinsliche Termin- und Spareinlagen. Als die Bundesbank den kurzfristigen Zins auf zehn Prozent erhöhte, erkannten die Banken, dass die Bundesbank „Overkill“ betrieb und ihren geldpolitischen Kurs in der sich abzeichnenden Rezession schon bald wieder ändern würde. Sie kauften also Anleihen am Markt: die Anleihekurse stiegen, die langfristigen Zinsen fielen, und die Zinsstrukturkurve wurde invers. Genau das macht aber Termin- und Spareinlagen für den Privatanleger nur noch interessanter. Im Ergebnis überschießt die Geldmenge M3 also ihr Ziel, aber die „monetaristische“ Bundesbank kapiert nicht, was sie angerichtet hat (Bibow 2005). Der Engländer nennt ein solches Vorgehen treffend: „roasting a pig by burning the house down“.

den Zukunftschancen Deutschlands noch wirksamer die Axt angelegt. Man verschwor sich auf eine Dauerpolitik negativer Nettoinvestitionen; alles, um den Gott der „schwarzen Null“ zu befriedigen.

Der Kardinalfehler der Bundesbank hatte weitreichende Konsequenzen für Europa. Selbst für die boomende westdeutsche Wirtschaft hatte der Kurs der Bundesbank „Overkill“ bedeutet. Für den Rest Europas, der sich in einer deutlich schwächeren konjunkturellen Verfassung befand, war die Geldpolitik der Bundesbank jenseits von Gut und Böse. Auf den frühen expansiven Impuls der deutschen Fiskalpolitik folgte brachiale geldpolitische Restriktion. Den Verhandlungen und Beschlüssen von Maastricht im Jahr 1991 folgte so die europaweite Rezession von 1992-93.

Mitten in der tiefen Rezession machten sich die Euro Aspiranten dann daran, die Maastrichter „Konvergenz Kriterien“ erreichen zu wollen, also insbesondere die Position ihrer öffentlichen Finanzen zu verbessern. Im Ergebnis wurde so den in den frühen achtziger Jahren in Westdeutschland gemachten Erfahrungen mit vermeintlich „expansiver Konsolidierungspolitik“ in den neunziger Jahren im europäischen Verbund nachgeifert. Wer aus den Fehlern der Geschichte nichts lernt, der wiederholt sie halt. Aber Europas wirtschaftspolitische Akteure würden es auch diesmal nicht begreifen und das Experiment schon bald nochmals wiederholen. Etwas immer wieder zu versuchen und dabei einen anderen Ausgang zu erwarten, ist bekanntlich nicht Ausdruck von Intelligenz, sondern Irrsinn.

In Bezug auf die innereuropäischen Ungleichgewichte, die im Zuge der „Härtung“ des EWS in den achtziger Jahren entstanden waren, hatte diese Episode der Anwendung von „Stabilitätspolitik“ besonderer deutscher Prägung aber zumindest einen positiven Nebeneffekt: ein innereuropäisches Gleichgewicht wurde wiederhergestellt, weil die D-Mark im Ergebnis stark aufwertete. Der Boom der deutschen Binnennachfrage von 1989-91 und die deutsche Vereinigung hatten bereits sehr geholfen. Die starke Aufwertung der D-Mark in 1992-93, als der WKM dank Overkill der Bundesbank zerbrach (Hefeker 1994), tat dann ein Übriges. Mitte der neunziger Jahre waren die Wettbewerbs- und Leistungsbilanzpositionen der Länder, die sich zum Ziel gesetzt hatten den Euro als gemeinsame Währung zu teilen, wieder nahezu ausgeglichen.

Das Zerbrechen des WKM in den Währungskrisen von 1992-93 an sich war dabei natürlich keine positive Entwicklung. Vielmehr erschien das ganze Projekt der Währungsunion dadurch plötzlich wieder in einem sehr fragwürdigen Licht: Europa hatte doch gerade erst beschlossen, von stabilen Wechselkursen zu einer gemeinsamen Währung voranzuschreiten. Als Vorbedingung sollten die Euro-Aspiranten ihre Währungen für mindestens zwei Jahre im WKM stabil halten. Und dann kam die unplanmäßige Re-

Flexibilisierung der europäischen Wechselkurse. Verschwörungstheoretiker könnten hier sicher leicht den Verdacht entwickeln, die Bundesbank habe das Projekt der Währungsunion, also die weitgehende Entmachtung der Bundesbank, unterwandern wollen. Nüchtern betrachtet lieferten aber genau jene Ereignisse in Folge des „Vereinigungsschocks“ das wohl stärkste Argument *für* eine gemeinsame europäische Währung: eine an der durchschnittlichen Entwicklung Europas orientierte Zentralbank hätte diesen spezifischen deutschen Schock eben nicht als Entschuldigung für die geldpolitische Erdrosselung Europas ansehen können.

Dennoch, Europa war zwar intern wieder ausgeglichen, aber die tiefe Rezession von 1992-93 war alles andere als ein optimaler Ausgangspunkt dafür sich auf den Pfad der Errichtung einer Währungsunion zu begeben. Das wollte man ursprünglich bereits in 1997 erreicht haben, spätestens aber in 1999. Das wirtschaftspolitische Regime, das man in Maastricht im Jahr 1991 beschlossen hatte, folgte dabei weitgehend deutschen Ideen und Regeln (Dyson und Featherstone 1999, James 2012). Deutschland hatte sich in einer starken Verhandlungsposition befunden. Die Bundesbank würde ihre Verantwortung für die D-Mark (und geldpolitische Regentschaft über Europa) nicht ablegen können, wenn sich nicht alle Partner auf eine „Stabilitätsunion“ verpflichteten, um den Euro so hart wie die D-Mark zu machen. Nichts Anderes sei Deutschland zuzumuten, wie die deutsche Verhandlungsseite deutlich machte. Und so übte man dann gemeinsame Sparpolitik – nur um den Anstieg der Arbeitslosigkeit und das Ausbleiben einer Verbesserung der Lage der öffentlichen Finanzen zu beobachten.

Es mag zunächst der Intuition widersprechen, weil das Maastrichter Regime ja deutschen wirtschaftspolitischen Leitideen folgte und, so gesehen, für Deutschland Kontinuität bedeutete, aber auch für Deutschland selbst stellte das Einschwenken der europäischen Wirtschaftspolitik auf die Regeln des Maastrichter Regimes ab den frühen Neunzigern tatsächlich einen schicksalhaften Regimebruch dar. Zum einen war die Inflation bereits europaweit auf deutsches Niveau gefallen, so dass Deutschland auf diesem Wege – zumindest bei Einhaltung der eigenen historischen Norm – keine (kumulativen) Wettbewerbsgewinne mehr erlangen konnte. Zum anderen war es nicht mehr Deutschland allein, das – implizit auf Rettung durch Exporte hoffend – seine Binnennachfrage „vernachlässigte“. Vielmehr war die Strategie der gezielten Erdrosselung der Binnennachfrage durch blinde Sparpolitik im Zeichen Maastrichts zur gemeinsamen europaweiten Agenda geworden.

Genau das aber war ein neues Problem für Deutschland selbst. Europa war schließlich Deutschlands wichtigster Exportmarkt. Folgt nun aber alle Partner dem Beispiel Deutschlands, so war eine exportseitige Entlastung deutscher „Stabilitätsorientierung“ in Europa nicht mehr zu erwarten. Mit

anderen Worten, man hatte das deutsche Modell, das in den achtziger Jahren durch das EWS erfolgreich wiederbelebt worden war, durch das Maastricht-Regime der Währungsunion ausgeschaltet. Das deutsche Modell erforderte, dass Deutschlands Partner sich anders als Deutschland verhielten. Es konnte überhaupt nur deshalb und nur solange funktionieren, wie dies der Fall war. Das Maastrichter Regime erforderte aber jetzt, dass auch Deutschlands Partner sich wie Deutschland verhielten. Deutschland hatte schon wieder ein Eigentor geschossen, ohne es zu merken. Entgegen der erklärten Intention der Währungsunion, die Europa intern stabiler und weniger gegenüber externen Schocks verwundbar machen sollte, würde man in Zukunft im Ergebnis immer stärker von weltwirtschaftlichen Entwicklungen abhängig werden. Die Fehlkonstruktion des Euro basiert auch auf Fehlinterpretationen zur deutschen Wirtschaftsgeschichte. Deutschlands Erfolgsmodell wurde Europas Verhängnis. Noch war der Euro gar nicht eingeführt. Die Vorboten der „Instabilitätsunion“ sendeten aber bereits Warnungen aus.

Für Deutschland jedenfalls konnte der Export in den Neunzigern noch weniger einen Ausgleich für die systematische Vernachlässigung der deutschen Binnennachfrage liefern, als dies in den frühen Achtzigern der Fall gewesen war. Der Rezession in 1992/93 folgte zunächst eine Erholung, nach 1995 dann jedoch eine sehr schwache Exportentwicklung. Dazu kam der volkswirtschaftliche Schaden, den man völlig sinn- und verantwortungslos durch die tiefe Rezession im Westen angerichtet hatte (1,5 Millionen verlorene Arbeitsplätze). Und dann war da natürlich auch noch der Kollaps der ostdeutschen Wirtschaft.

Es war von Beginn an offensichtlich gewesen, dass die Infrastruktur, Umwelt und Wirtschaftsstrukturen der früheren DDR äußerst marode und überholt waren. Es gab dort zweifelsohne einen gewaltigen Investitionsbedarf, der völlig unumgänglich war, um diese Defizite auszugleichen und eine Angleichung an westdeutsche Verhältnisse zu ermöglichen. Hinzu kam dann allerdings ein weiterer Faktor, der die Situation ungemein erschwerte: die Löhne stiegen im Osten rasant an, ohne dass bei der Produktivität kurzfristig eine ähnliche Entwicklung überhaupt möglich gewesen wäre. Man träumte von einer mehr oder weniger sofortigen Lohnangleichung zwischen Ost und West, ohne dabei das erhebliche Produktivitätsgefälle zu berücksichtigen. Weite Teile der ostdeutschen Wirtschaft verloren so quasi über Nacht ihre Wettbewerbsfähigkeit. Der Untergang vieler Unternehmen bedeutete Arbeitsplatzverluste in Millionenhöhe (Giersch et al. 1992). Die finanzpolitischen Konsequenzen waren dementsprechend.

An dieser Stelle muss man wissen, dass die deutsche Wiedervereinigung nicht nur eine deutsche Währungsunion schuf, sondern gleichzeitig auch eine deutsche Wirtschafts-, Sozial- und Finanzunion.

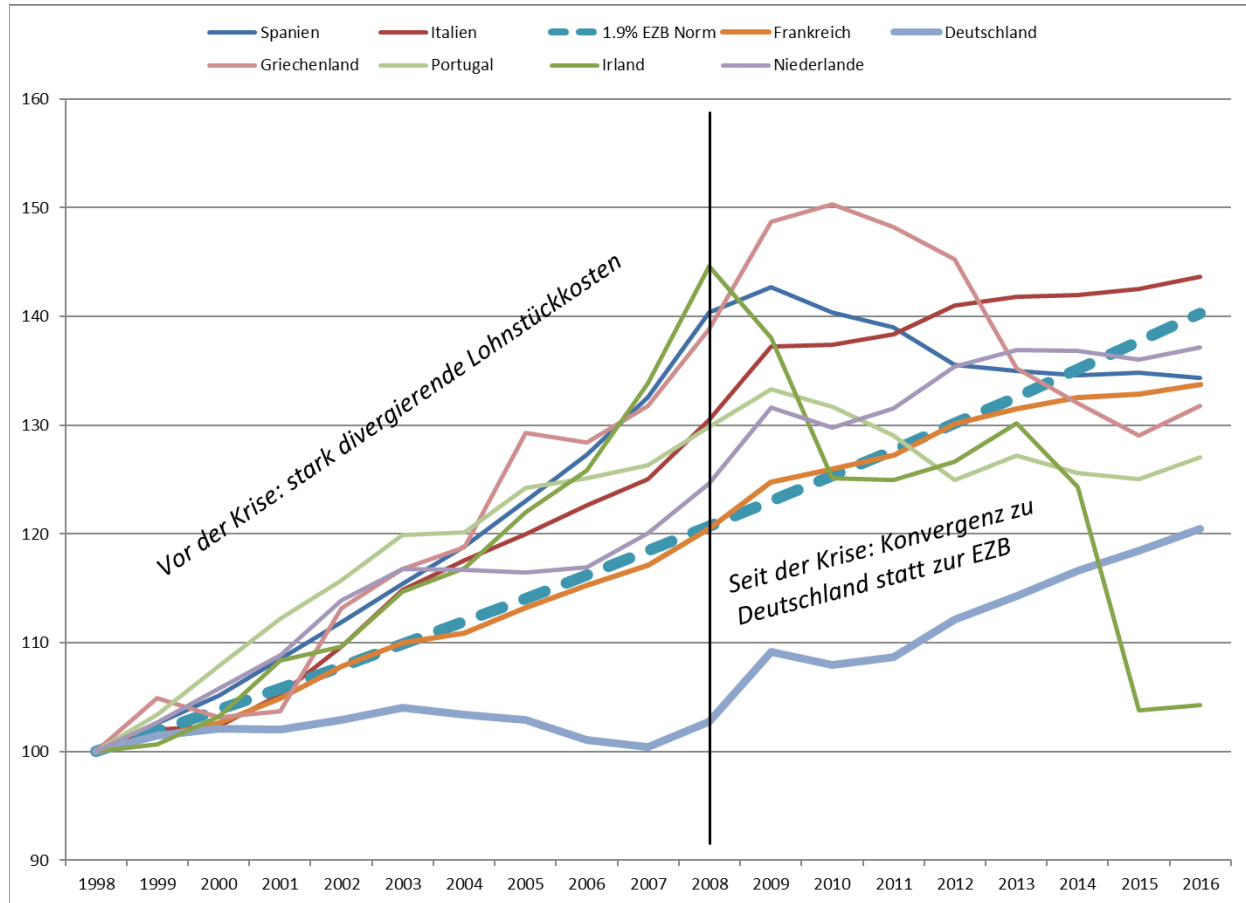
Ostdeutschland war in das westdeutsche Sozialsystem und das System der öffentlichen Finanzen eingegliedert worden. Abgesehen von dem unabdingbaren Investitionsbedarf im Osten, hatte der Kollaps der ostdeutschen Wirtschaft somit sofort und automatisch entsprechende finanzpolitische Transfers zur Folge, die durch Unternehmensbankrotte und Arbeitsplatzverluste hervorgerufen wurden. So war eine innerdeutsche „Transfer-Union“ von gewaltigem Umfang ins Leben gerufen worden. Und die Tatsache, dass man im Westen eine explizite „Solidarsteuer“ einführte, um diese Transfer-Union umzusetzen, machte sie keineswegs beliebter. Dies war dann auch ein weiterer wichtiger Hintergrund dafür, dass man von deutscher Seite aus in Europa noch mehr Druck auf die Partner ausübte, die öffentlichen Finanzen in Ordnung zu bringen (Stichwort: „Stabilitätspakt“). Gewarnt von den Geschehnissen in Deutschland selbst, wollte man eine weitere Transfer-Union (zu Deutschlands Lasten) mit den zukünftigen Europartnern unbedingt verhindern. Die Euro-Währungsunion sollte keine Transferunion sein.

Deutschland hatte sich also gewissermaßen drei folgenschwere Eigentore eingehandelt. Man hatte das deutsche Modell ausgeschaltet, indem man die Partner in Europa vertraglich auf die deutsche stabilitätsorientierte Linie eingeschworen hatte. Man hatte im Westen durch eine gezielt provozierte, aber völlig unnötige Rezession gewaltigen Schaden angerichtet. Und dann kollabierte auch noch die ostdeutsche Wirtschaft, weil die Löhne sich dort gänzlich von der Produktivität verabschiedeten.

Deutschland ist ein Land, das Produkte höchster Qualität in alle Welt exportiert. Aber Deutschland ist leider kein Land, in dem komplexe wirtschaftliche Zusammenhänge verstanden werden. Weder deutsche Ökonomen noch Wirtschaftsjournalisten scheinen dazu fähig zu sein, von Deutschlands „Stabilitätspolitikern“ ganz zu schweigen. Beliebte sind eher einfache Erklärungen. Es wurde der Öffentlichkeit also erklärt, dass Deutschland von der schweren Bürde und Belastung der deutschen Vereinigung ungemein geschwächt sei. Dabei wurde natürlich auch wieder beständig daran erinnert, dass Deutschland an allumfassenden, jegliche Wirtschaftsdynamik erdrosselnden Strukturproblemen leiden würde. Und es wurde befunden, dass Deutschland seine Wettbewerbsfähigkeit verloren haben müsse.

Somit war dann auch der wirtschaftspolitische Rat schnell und einfach gefunden: Deutschland musste natürlich unbedingt sparen und seine Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen, und zwar durch Strukturreformen und Lohnzurückhaltung. Mangel an Wachstum und Beschäftigung kann es in Deutschland offenbar nur geben, wenn es an Wettbewerbsfähigkeit fehlt. So wurde Lohnzurückhaltung Mitte der neunziger Jahre wirtschaftspolitisch zur nationalen Agenda.

Abbildung 7. Deutschland unterbietet die 2% Stabilitätsnorm der EZB



Die Prozesse und Fehlentwicklungen, die durch deutsche Lohnzurückhaltung in der Zeit ab Mitte der neunziger Jahre bis 2010 angetrieben wurden, bilden die Hauptursache für die bis heute ungelöste Eurokrise. Divergierende nationale Lohnstückkostentrends (s. Abbildung 7) führen zu ungleichgewichtigen Wettbewerbspositionen und bedingen, sofern sie nicht durch angemessene Wechselkursanpassungen ausgeglichen werden, entsprechende Leistungsbilanzungleichgewichte. Die hinter dieser Entwicklung stehende „Theorie“ war, wie oben gezeigt, schon im Bretton Woods System unter Leitung Ludwig Erhards zum deutschen Modell entwickelt und später durch die „Härtung“ des EWS in den achtziger Jahren wiederbelebt worden. Die deutsche Vereinigung und die Währungskrisen von 1992-93 hatten Europas Wettbewerbspositionen wieder ins Gleichgewicht gebracht. Da Wechselkursanpassungen innerhalb einer Währungsunion nicht mehr möglich sind, war es ein dringendes Gebot an die Wirtschaftspolitik der Währungsunion, das erneute Entstehen solcher Ungleichgewichte zu verhindern.

Mit anderen Worten, Deutschland hätte das deutsche Modell mit dem Nahen der Währungsunion dauerhaft und explizit einmotten müssen. Dass dies nicht geschah, hat alle Ziele und Bestrebungen der europäischen Integration der letzten 60 Jahre unterminiert. Als kritische Lehre aus den Erfahrungen der dreißiger Jahre war es immer ein Hauptgebot der europäischen Wirtschaftspolitik der Nachkriegszeit gewesen, „Beggar-Thy-Neighbor“ Wechselkurspolitik zu unterbinden. Eines der Maastrichter „Konvergenzkriterien“ forderte eine mindestens zweijährige Mitgliedschaft im WKM des EWS und das Unterlassen von Wechselkursabwertungen in dieser Zeit. Die Währungsunion selbst war die Krönung dieser Kernidee des Integrationsprozesses: Der Euro würde es für immer unmöglich machen unfaire Wettbewerbsvorteile durch Wechselkurspolitik zu erreichen.

Allen Beteiligten musste daher klar sein, dass es eine boshafte Verhöhnung dieser „währungspolitischen Abrüstung“ darstellen würde, stattdessen nunmehr Beggar-Thy-Neighbor Lohnpolitik zu betreiben. Olaf Sievert, der vielleicht einflussreichste Ökonom Deutschlands der siebziger und achtziger Jahre und langjährige Vorsitzende des SVR, sah dies allerdings ganz anders. In einer Rede mit dem Titel „Zur Verheißung einer Währungsunion“, gehalten bei der Hamburger Sparkasse am 13. August 1997, frohlockte Sievert: „Eine nationale Mindersteigerung der Löhne erhöht die internationale Wettbewerbsfähigkeit, ohne dass eine Aufwertung gegenüber den europäischen Partnern diesen Effekt verwässern könnte“ (Olaf Sievert, zitiert in Flassbeck 1997). Laut den verheißenden bzw. verleitenden Worten Sieverts hatte Deutschland also seine europäischen Partner in eine Eurofalle gelockt: von jetzt ab würde D-Mark Aufwertung nicht mehr „verwässern“ können, was Deutschland sich durch überlegene innere Disziplin (sprich: Lohnzurückhaltung) „hart erarbeitet“.

Jemand, der so denkt, hat nicht zu Ende gedacht. Permanente Handelsüberschüsse kann es nur innerhalb einer Währungsunion geben, die auch eine Transferunion ist; sie erzwingen letztlich eine Transferunion – oder sind ein sicheres Rezept für den gemeinsamen Ruin. Defizitländer können nicht unbegrenzt ihre externe Verschuldung erhöhen. Das funktioniert erfahrungsgemäß nur solange, wie die Finanzmärkte keine Panik befällt. Krisenhafte Entladungen internationaler Ungleichgewichte geschehen gewöhnlich in Verbindung mit einer Währungsabwertung und Schuldenrestrukturierung (in der einen oder anderen Form). Währungsabwertung ist in der Euro Währungsunion aber unmöglich. Und eine Beteiligung an den Kosten einer Restrukturierung öffentlicher Schulden der Partner hatte Deutschland durch die „Nicht-Haftungsklausel“ („no-bailout“) ebenfalls ausschließen wollen. Dann aber auf eine Strategie zu setzen, welche die Partner zwangsläufig in Überschuldung und Bankrott treibt, war

keineswegs klug.⁶ Es war der naive Versuch, das deutsche Modell innerhalb der Währungsunion wiederzubeleben, nachdem man die Währungsunion insgesamt nach dem deutschen Modell und bei Ausschluss einer Transferunion maßgeschneidert hatte. Deutschland machte sich gewissermaßen auf, sich selber zu überholen. Mit der Strategie der Lohnzurückhaltung hat Deutschland sich und Europa eine eindrucksvolle Eigentormaschine errichtet.

Wenig überraschend machte die Kombination aus Lohnzurückhaltung und Sparpolitik zunächst einmal Deutschland selbst so richtig krank: Deutschland wurde zum „kranken Mann Europas“ (und wenig später auch zum „kranken Mann des Euro“). Natürlich verordnete sich Deutschland diese krankmachende Politikkombination, weil man sich Mitte der neunziger Jahre als „erkrankt an mangelnder Wettbewerbsfähigkeit“ eigendiagnostiziert hatte. Wie weiter oben ausgeführt, handelte es sich hierbei aber um eine krasse Fehldiagnose, die, dem typischen deutschen angebotsorientierten Denken folgend, damals aber wohl reflexartig das Kollektiv der deutschen Verantwortlichen und ihrer Berater befiel.

Objektiv betrachtet mag es sich sogar als ein Problem mangelnder Wettbewerbsfähigkeit „angefühlt“ haben. Denn ein Land, das, wie Deutschland im Lauf der achtziger Jahre, gewaltige Handelsüberschüsse aufgetürmt hatte, erfährt natürlich während dieses Prozesses auch eine entsprechende Verzerrung seiner Wirtschaftsstrukturen. Einige exportorientierte Sektoren und Industrien wachsen übermäßig und werden überproportioniert groß, andere eher binnenwirtschaftlich orientierte Sektoren dagegen bleiben relativ unterentwickelt. Wird dann, wie durch die Währungskrisen von 1992-93 geschehen, plötzlich ein Gleichgewicht der innereuropäischen Wettbewerbspositionen wiederhergestellt, so wird dies die überproportionierten exportorientierten Industrien in Deutschland unvermeidlich ganz besonders hart treffen. Betreibt man gleichzeitig auch noch Sparpolitik, würgt also die Binnennachfrage systematisch ab, verhindert man dadurch auch die Chance, dass sich die bislang eher unterentwickelten binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren besser entfalten und die deutsche Wirtschaft sich so „gesund wachsen“ könnte.

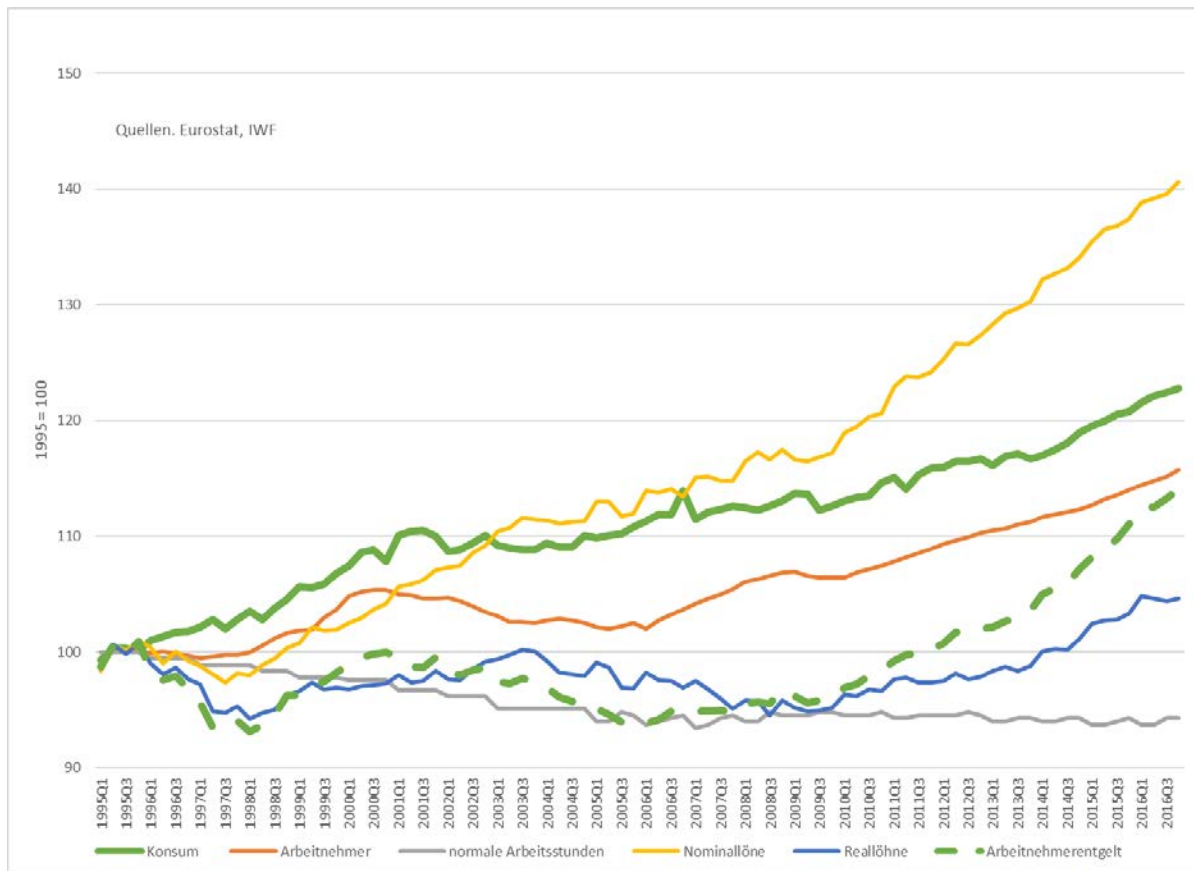
⁶ Bibow (2013a) hat diese Situation als Deutschlands „Euro Trilemma“ bezeichnet, da die folgenden drei Ziele Deutschlands logisch zwingend nicht miteinander vereinbar sind: permanente Handelsüberschüsse, eine Währungsunion, die Transfers und Bailouts ausschließt, und eine unabhängige Zentralbank, die „sich nicht die Finger schmutzig macht“. Die „unkonventionelle“ Geldpolitik der EZB ist das Einzige und Letzte, was bis heute noch zwischen Deutschland und einer expliziten Euro-Transferunion steht. Wir werden auf diesen Punkt weiter unten zurückkommen (Bibow 2016).

Gesundwachsen ist im deutschen wirtschaftspolitischen Denken aber ein Oxymoron; nach deutscher Logik kann sich ein Land nur gesundschrumpfen. Insofern war die gegenteilige Erfahrung des sich Krankschrumpfens auch nur ein neuer Grund die Dosis der Giftmedizin noch weiter zu erhöhen.

Während man bis 1995 im Zeichen Maastrichts gemeinsam in Europa stagniert hatte, lief die Entwicklung danach immer weiter auseinander. Deutschland, von einer kurzen Unterbrechung in 1999-2000 abgesehen, stagnierte weiter, der Rest der Eurozone dagegen entwickelte sich überwiegend stärker, teilweise deutlich stärker. Einige Länder, wie Spanien, Irland und Griechenland, boomten über längere Zeit sogar. Einen kurzen gemeinsamen Abschwung bzw. eine Wachstumsverlangsamung gab es 2001 als Amerikas „dot.com“ Blase platzte. Die Divergenzen innerhalb der Währungsunion wurden danach nur noch größer. Der kranke Mann des Euro, Deutschland, verharrte bis 2006 in Stagnation.

Die günstigere Entwicklung in einigen Partnerländern Deutschlands war einerseits zunächst vom Zinskonvergenzprozess begünstigt: die Zinsen in der Euro-„Peripherie“ sanken bis 1999 (fast) auf deutsches Niveau, während Deutschlands Zinsen in jener Zeit recht stabil blieben. Zum anderen war es damals noch Deutschland allein, das sich exzessive Lohnzurückhaltung verordnete, um seine Wettbewerbsfähigkeit „wiederherzustellen“ (Flassbeck und Spiecker 2005, Flassbeck 2007, Dustmann et al. 2014).

Abbildung 8. Arbeitnehmerentgelt und Konsum in Deutschland (1995-2016)

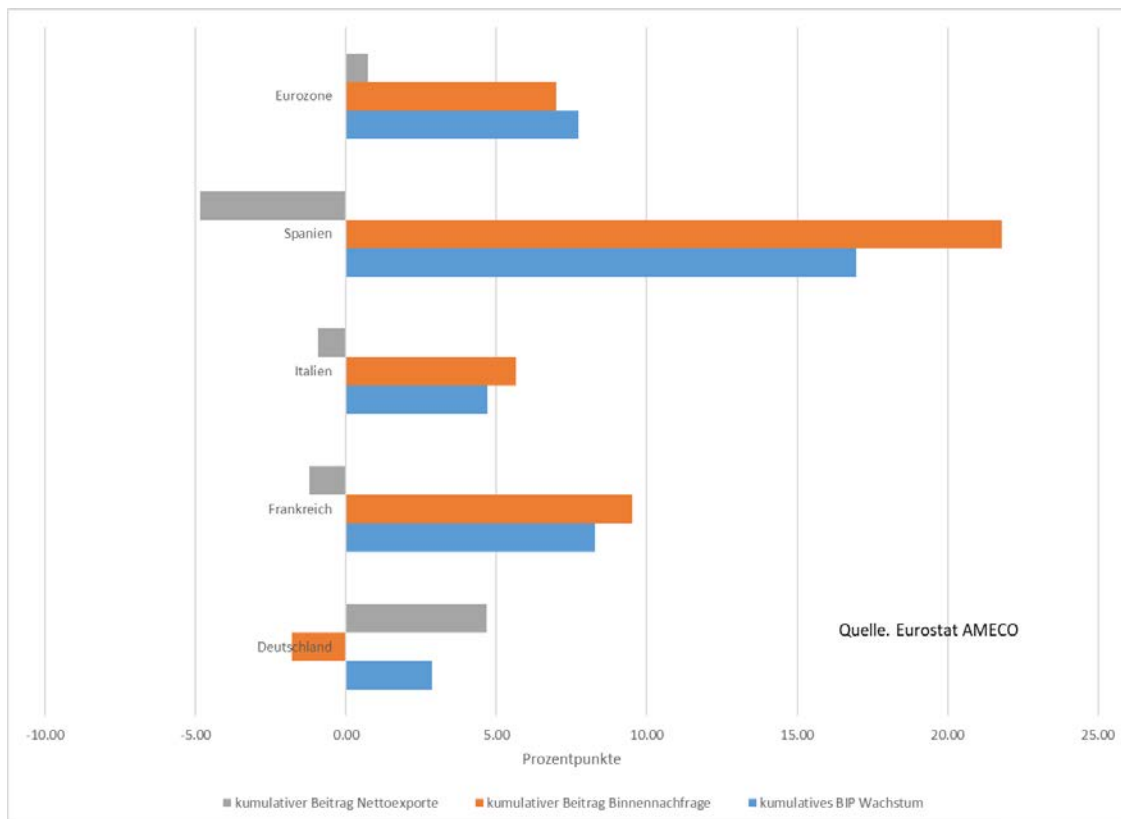


In Deutschland sank das nominale Arbeitnehmerentgelt in den Jahren 1996-97 absolut, und nach einem kurzen Zwischenspur in den Jahren 1998-2000 stagnierte es dann von 2001 bis 2006. Inflationsbereinigt erreichte das Arbeitnehmerentgelt in Deutschland erst 2011 wieder das Niveau des Jahres 1995. Der private Konsum wurde lange entsprechend gedrosselt, wobei ein kräftiges Sinken der Sparquote der privaten Haushalte während der neunziger Jahre zunächst sogar noch autonomen Anschlag gab. Erst ab 2010 ist das Arbeitnehmerentgelt (inflationsbereinigt) relativ schnell gewachsen, was den privaten Konsum seither unterstützte. Wie Abbildung 8 auch zeigt, steht dem recht starken Wachstum der Beschäftigung seit 2006 der Trend sinkender normaler Wochenarbeitszeit entgegen, worin sich die wachsende Bedeutung der Teilarbeitszeit widerspiegelt. Wachsende Beschäftigung ging also mit einer Umverteilung des Arbeitsvolumens einher; erst 2016 hat Deutschland das Niveau der Gesamtarbeitsstunden der frühen neunziger Jahre wiedererlangt. Inflationsbereinigt herrschte bei den deutschen Löhnen 20 jahrelang Stillstand. Erst in den letzten Jahren hat sich für die Arbeitnehmer gegenüber Mitte der neunziger Jahre real eine leichte Verbesserung ergeben.

Dauerstagnation des privaten Konsums bis 2006 wiederum untergrub auch die private Investitionstätigkeit. Abgesehen vom kurzen Boom zum Ende der Neunziger entwickelten sich sowohl

die Bauten und Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen als auch der Wohnungsbau extrem schwach. Der deutsche Staat, der bei Dauerstagnation wenig überraschend fünf Jahre lang in Folge (2001-05) die heilige Maastrichter Stabilitätsnorm von drei Prozent verfehlte, sparte ohnehin nur noch, insbesondere auch an der Beamtenbesoldung und den öffentlichen Investitionen (Paetz et al. 2016).

Abbildung 9. Lohnzurückhaltung und Sparpolitik in Deutschland: nur die (Netto-)Exporte wachsen noch

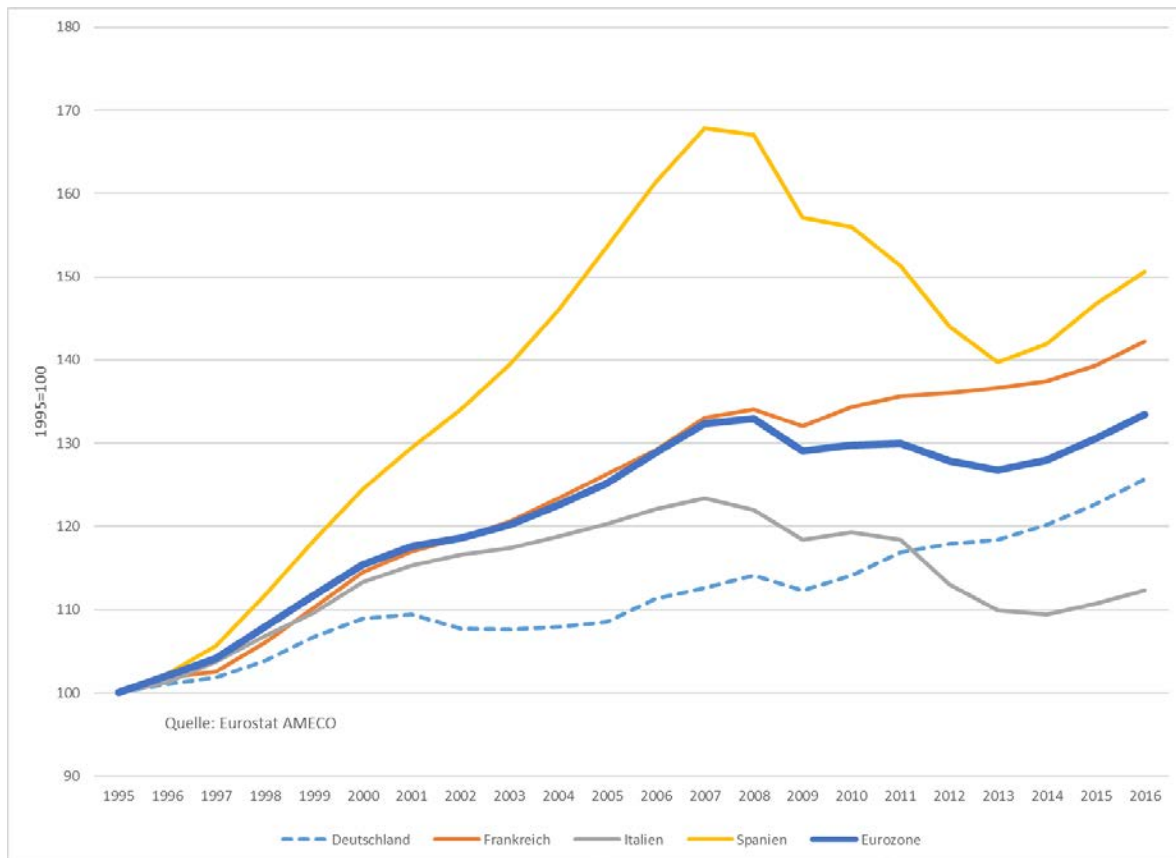


Das einzige, was Deutschlands Wirtschaft in den Jahren 2001-05 voranbrachte, waren die Exporte: Der kumulative Wachstumsbeitrag der Nettoexporte überkompensierte den negativen kumulativen Wachstumsbeitrag der Binnennachfrage (s. Abbildung 9). Für die anderen Länder sieht man das gegenteilige Bild: allein die Binnennachfrage trug hier das Wachstum, die Nettoexporte bremsen. Die Eurozone insgesamt wuchs in dieser Zeit nur sehr langsam, war international das Schlusslicht, weil Deutschlands Partner den „kranken Mann des Euro“ mit durchzuschleppen hatten. Dies unterstreicht wie unausgewogen das Wachstum der WWU vor der Krise war. Hauptursache hierfür war die Kombination von Lohnzurückhaltung und Sparpolitik in Deutschland. Deutschland verstieß gegen die Regeln, war in dieser Zeit aber auch selbst der Hauptleidtragende der Konsequenzen.

Eigentlich ist die praktische Umsetzung des Erfordernisses der Wahrung gleichgewichtiger Wettbewerbspositionen innerhalb der Euro Währungsunion recht einfach und allzu offensichtlich: die nationalen Lohnstückkostentrends haben sich an der Inflationszielmarke der EZB als gemeinsame Stabilitätsnorm zu orientieren. Nachhaltige Abweichungen nach unten oder oben darf es davon nicht geben, es sei denn ein Mitgliedsland muss wirklich seine Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen (oder wiederabgeben; Flassbeck 1997, 2007).

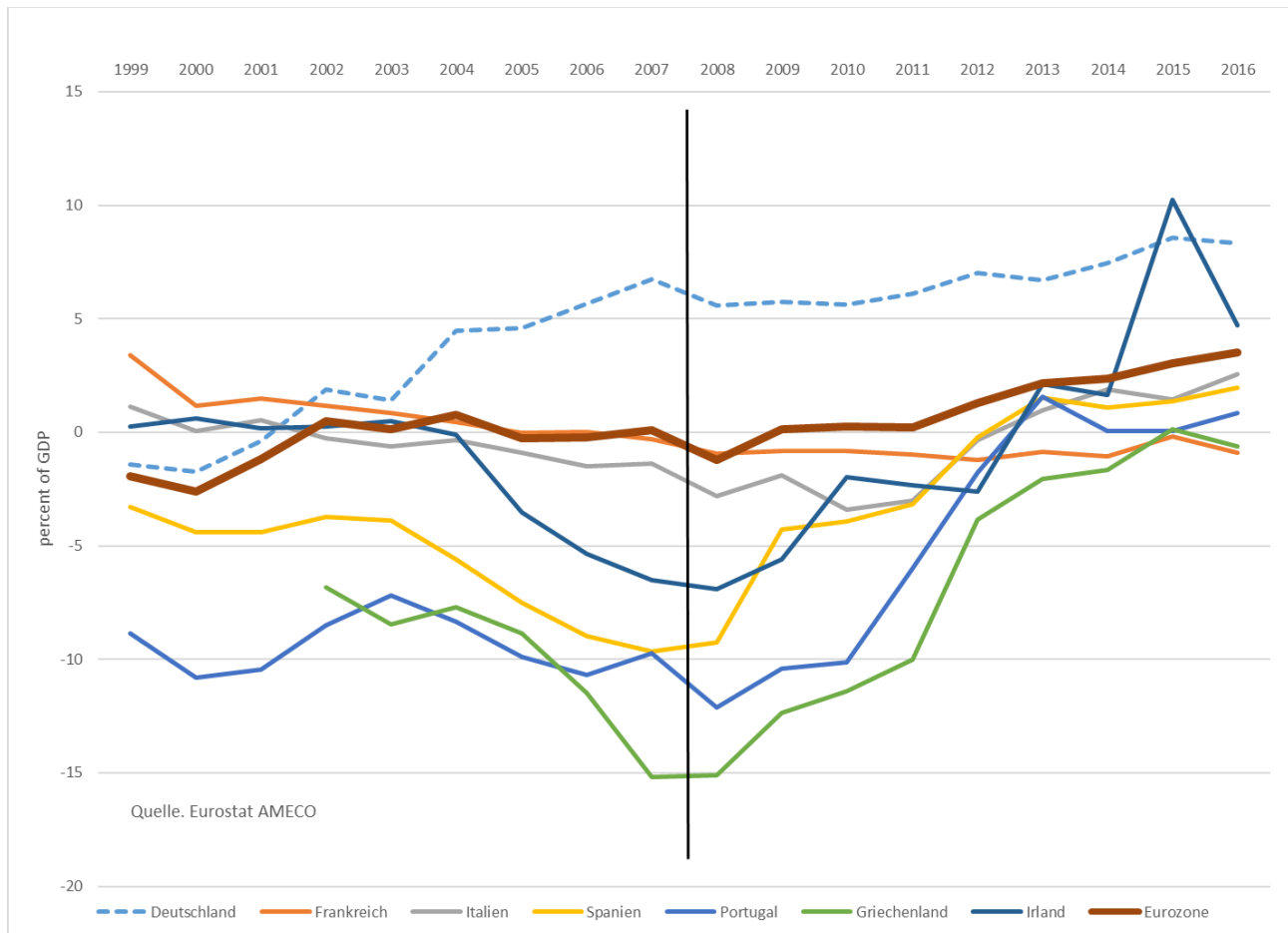
Problem und große Gefahr dabei ist, dass sich divergierende Prozesse nicht reibungslos selbst korrigieren. Sind Divergenzen in der Lohnentwicklung erst einmal losgetreten, verstärken sie sich über lange Zeit sogar noch selbst. Ungleichgewichte werden also größer, nicht kleiner – bis es dann zu ihrer abrupten Entladung in der Krise kommt. Angetrieben werden die divergierenden kumulativen Prozesse einerseits durch die gemeinsame Geldpolitik: der am Durchschnitt der Wirtschafts- und Inflationsentwicklung orientierte geldpolitische Kurs der EZB war damals für ein stagnierendes Land wie Deutschland zu restriktiv, für boomende Länder wie Spanien dagegen zu expansiv. Zusätzliche Verstärkung kommt durch den SWP: das stagnierende Deutschland etwa ist zum kontraproduktiven Sparen angehalten, das boomende Spanien dagegen hat Freiraum für Steuersenkungen. Da die Makrowirtschaftspolitik konjunkturelle Divergenzen somit weiter verstärkt, kommt es andererseits in der nächsten Runde zu noch kraftvolleren Marktprozessen in dieselbe Richtung: in Deutschland entsteht noch mehr Druck nach unten auf die Löhne, in Spanien dagegen erzeugt die gute Beschäftigungsentwicklung eher Lohn- und Preisauftrieb (Bibow 2006, 2007). Kurz: die Binnennachfrageentwicklung der einzelnen Mitgliedsländer läuft immer weiter aus dem Ruder (s. Abbildung 10).

Abbildung 10. Stark divergierende Binnennachfrageentwicklung (1995=100)



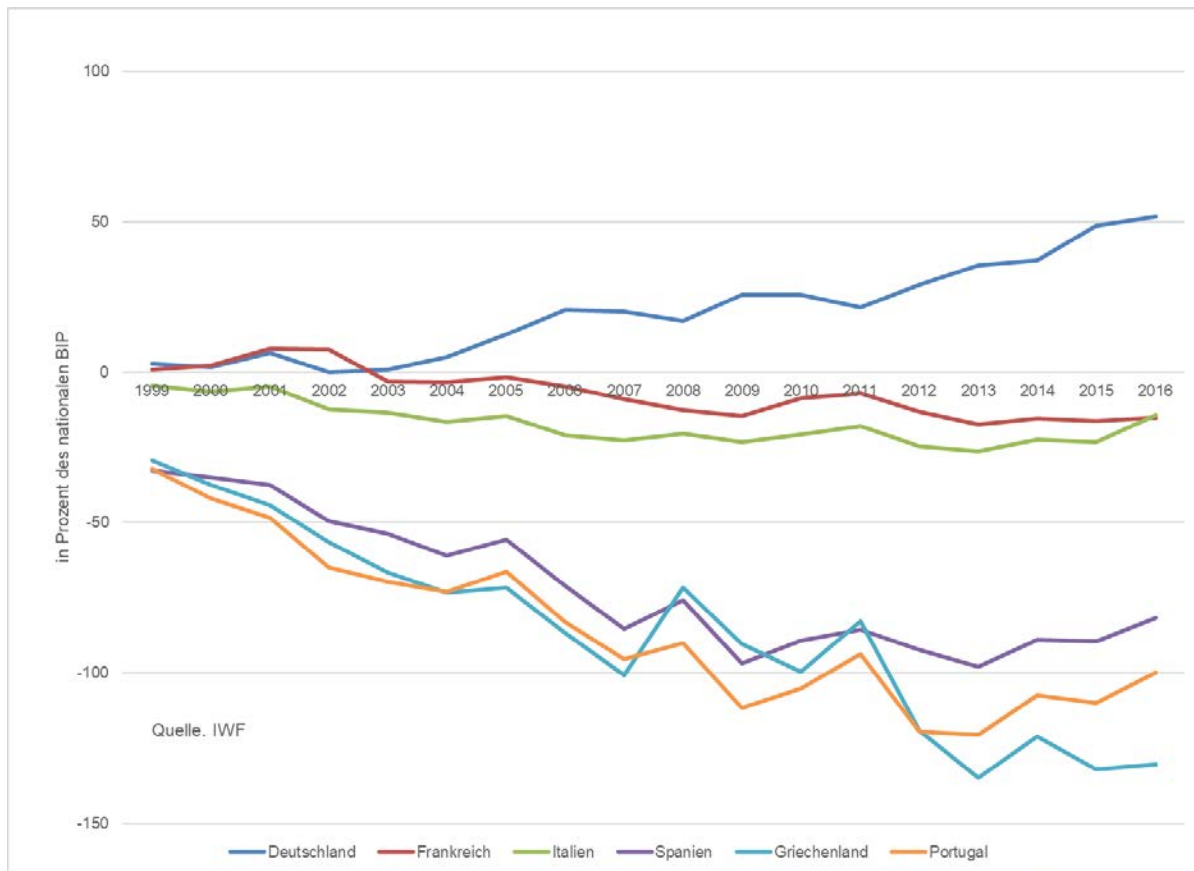
Gleichzeitig verbessert sich Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit bei Dauerstagnation zunehmend, während Deutschlands Partnerländer das Gegenteil erfahren. Auch dies ist Teil der kumulativen Prozesse, die zu wachsenden Ungleichgewichten innerhalb der Währungsunion führen. Deutschland fährt immer größere Handels- und Leistungsbilanzüberschüsse ein, wird zum Exportweltmeister, während Deutschlands Partner wachsende Handels- und Leistungsbilanzdefizite erzielen. Besonders hohe Defizite entstanden in den späteren Eurokrisenländern. Aber die tendenzielle Verschlechterung der Leistungsbilanzposition betraf auch Frankreich und Italien (s. Abbildung 11).

Abbildung 11. Leistungsbilanzungleichgewichte



Leistungsbilanzüberschüsse verbessern die Auslandsposition, Leistungsbilanzdefizite verschlechtern sie. Deutschland häufte also immer mehr ausländisches (Netto-)Vermögen an. Bis zur Krise war es bereits auf rund 25 Prozent des BIP angewachsen, heute beträgt es 50 Prozent. Die Auslandsposition der Partner dagegen verschlechterte sich gleichzeitig, sie verschuldeten sich immer stärker im Ausland. Die späteren Eurokrisenländer sahen ihre (Netto-)Auslandsschulden bis zum Ausbruch der Krise auf rund 100 Prozent ihres BIP anwachsen (s. Abbildung 12). Oft kommt es schon beim Erreichen von (Netto-)Auslandsschulden in halber Höhe zu Währungskrisen. Sowohl die Verantwortlichen der Eurozone als auch viele Mainstream-Ökonomen glaubten damals, dass derartige Ungleichgewichte aufgrund der Währungsunion in Europa keine Rolle mehr spielen würden; naive Hoffnungen, die völlig fehl am Platz waren. Auch die Finanzmärkte verharrten lange im Tiefschlaf – um dann beim verspäteten Erwachen in Panik zu geraten.

Abbildung 12. Nettoauslandspositionen: Die Gläubiger-Schuldner Spaltung der WWU



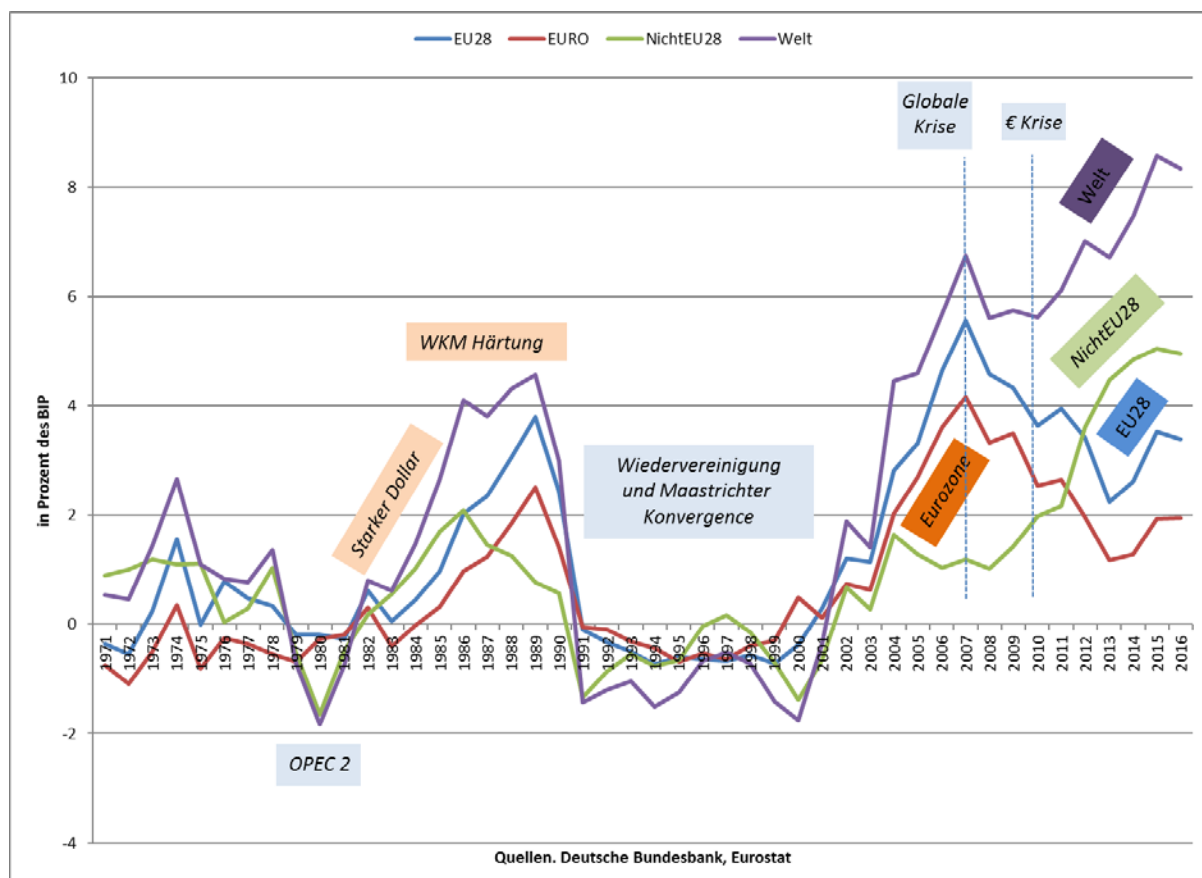
Der unmittelbare Auslöser der krisenhaften Entladung der Ungleichgewichte innerhalb der Euro Währungsunion kam mit der globalen Finanzkrise von 2007-09 zwar zunächst aus dem Ausland. Das ändert aber nichts an der Tatsache, dass die Ursachen der Eurokrise dort selbst angelegt waren. Deutschlands Politik der Lohnzurückhaltung war zweifelsohne die Hauptursache: Unter dem Vorwand, man müsse seine Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen, hat Deutschland seit 2008 Leistungsbilanzüberschüsse in der Größenordnung von 6-9 Prozent des BIP eingefahren. Für eine Volkswirtschaft von Deutschlands Größe ist das ganz außergewöhnlich und international völlig inakzeptabel. Innerhalb einer Währungsunion, die keine Transferunion ist und sein will, ist es schlichtweg verheerend.

Die globale Finanzkrise hat Deutschland besser als viele andere entwickelte Länder überwunden. Aufgrund seiner hohen Exportabhängigkeit war Deutschland zwar zunächst sehr stark von der Krise getroffen worden (s. Abbildung 1). In den Jahren 2010 und 2011 erfolgte allerdings eine sehr kräftige Erholung. Zum einen erlebte Deutschland einen kurzen heimischen „Keynes Moment“: Die Bundesregierung beschloss für zwei Jahre eine umfangreiche fiskalische Expansion; schließlich war im September 2009 Bundestagswahl. Hinzu kamen stabilisierende Arbeitsmarktmaßnahmen, die

Entlassungen wirksam verhinderten. (Ebenfalls beschlossen und grundgesetzlich verankert wurde im selben Jahr allerdings auch die sogenannte „Schuldenbremse“, die Bund und Ländern (fast) ausgeglichene Haushalte vorschreibt.)

Zum anderen verdankte Deutschland seine schnelle Erholung insbesondere den Konjunkturprogrammen Chinas und der USA. Abbildung 13 zeigt, dass der Anstieg des deutschen Leistungsbilanzüberschusses bis zur Krise überwiegend gegenüber den europäischen Partnerländern erzielt wurde. Die Eurozone machte im Jahr 2007 gut vier Prozentpunkte des Überschusses von 6,7 Prozent des BIP aus. Das Ungleichgewicht gegenüber den Europartnern schrumpfte in den Folgejahren rasant auf nur gut 1 Prozent im Jahr 2013, weil die Importe dieser Länder krisenbedingt einbrachen. Deutschlands Überschuss gegenüber den Nicht-EU28 Ländern dagegen hat sich ab 2009 rasant von 1 Prozent auf 5 Prozent des deutschen BIP verbessert. Deutsche Exporte in den Rest der Welt konnten so den durch die Eurokrise bedingten Einbruch der Exporte in den Euroraum kompensieren.

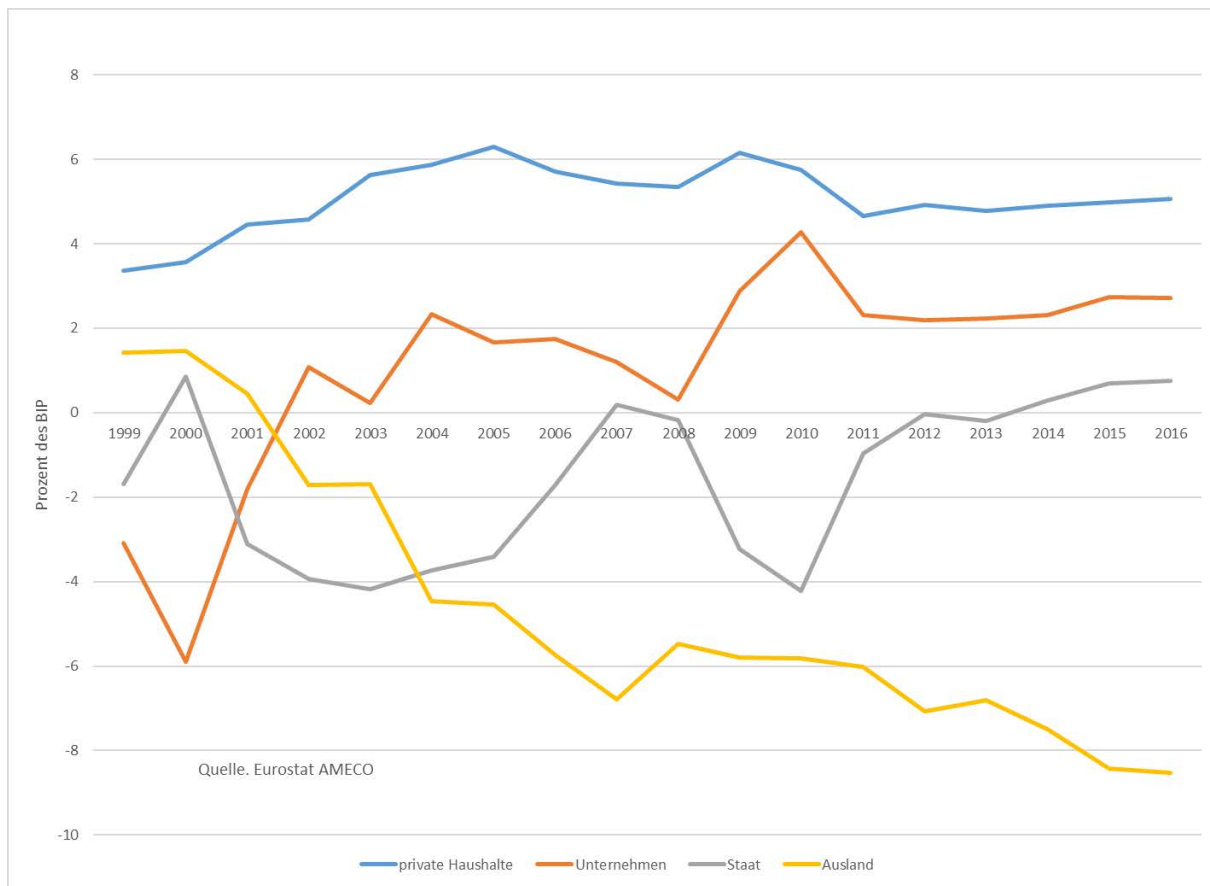
Abbildung 13. Deutschlands externes Ungleichgewicht unter dem Euro



Der letztgenannte Faktor war ungemein wichtig, weil in 2012 mit dem Auslaufen des deutschen Konjunkturprogramms auch die Binnennachfrageexpansion abrupt endete. Deutschland stagnierte erneut für zwei Jahre, galt aber trotzdem als Wachstumsmotor der Eurozone, da die Lage bei den Partnern und insbesondere in den Eurokrisenländern noch viel schlechter war. Seit 2014 hat Deutschland ein moderates Wachstum erreicht (gut 1,5 Prozent BIP-Zuwachs nach offizieller Rechnung), das bei schwächelnder Weltkonjunktur sogar überwiegend von der Binnennachfrage getragen wurde. Deutschlands Überschüsse gegenüber den Euro- und EU-Partnern sind aber seither erneut gestiegen und dürften 2017 wieder deutlich zulegen.

Die deutsche Wirtschaft mag im Kontext der Eurozone das Bild einer relativ starken Volkswirtschaft abgeben, insbesondere weil die Beschäftigung kräftig gestiegen und die (offiziell gemessene) Arbeitslosigkeit auf ein recht niedriges Niveau gesunken ist. Nicht übersehen darf man dabei allerdings, dass Verfassung und Struktur der deutschen Wirtschaft in den letzten 20 Jahren ganz außergewöhnlich aus dem Ruder gelaufen sind und Deutschland aufgrund dessen gegenüber externen Schocks extrem verwundbar bleibt. Unter den Entwicklungen sticht hervor, dass Deutschlands Lohnquote seit Mitte der neunziger Jahre kräftig gesunken ist, sich die Einkommens- und Vermögensverteilung rasant verschlechtert und die Armut erhöht hat (Nasr und Hansen 2017, IWF 2017), und derweil der Anteil des privaten Konsums am BIP um knapp fünf Prozentpunkte auf nur noch gut 55 Prozent gesunken ist. Die Deutschen mögen sich im Vergleich zu ihren Euro-Partnern glücklich schätzen, weil die Beschäftigung hoch und die Arbeitslosigkeit niedrig ist. Allerdings sind viele der neu geschaffenen Jobs schlecht bezahlt, und dem Durchschnittsverdiener geht es kaum besser als Mitte der neunziger Jahre (Odendahl 2017). Der eigentliche Profiteur in Deutschland ist eine kleine Schicht von sehr Wohlhabenden.

Abbildung 14. Sektorale Finanzierungssalden für Deutschland (1999-2016)



Sowohl Deutschlands Ungleichgewichte und Verwundbarkeit sind weitestgehend Konsequenzen der Politik der Dauerlohnzurückhaltung. Der Blick auf die sektoralen Finanzierungssalden offenbart die krasse Schieflage besser als jede andere Evidenz. Der Sektor der privaten Haushalte erzielt traditionell einen Überschuss der Einkommen über die Ausgaben. Ungewöhnlich ist, dass in Deutschland auch der Unternehmenssektor seit Anfang der 2000er Jahre beständig einen positiven Finanzierungssaldo aufweist. Das widerspricht allen Vorstellungen von normalen wirtschaftlichen Verhältnissen und spiegelt die nachhaltige Investitionszurückhaltung der Unternehmen wider. Die Unternehmen machen gigantische Gewinne, nicht zuletzt aus den gigantischen Exportüberschüssen der Volkswirtschaft, investieren aber nicht.

In einer geschlossenen Volkswirtschaft wäre diese Konstellation nur möglich, wenn der Staatssektor einen entsprechend hohen negativen Finanzierungssaldo, also ein Defizit in den Staatsfinanzen, tolerierte. Denn die Summe der sektoralen Salden muss immer null ergeben. In Deutschland setzten der SWP und die in der deutschen Verfassung verankerte sogenannte Schuldenbremse dieser eigentlich

erforderlichen Toleranz von Defiziten allerdings enge Grenzen, verbieten dauerhafte Defizite in der hier angezeigten Größenordnung gänzlich.

Deutschland umgeht diese wirtschaftspolitische Inkonsistenz durch das Erzielen dauerhafter Leistungsbilanzüberschüsse in gigantischer Höhe. Die drei inländischen Sektoren weisen allesamt Überschüsse auf, was nur durch das beständige Schuldenmachen des Auslands überhaupt ermöglicht wird. Das war vor der Krise so – und führte in die Krise, eine Überschuldungskrise anderer Länder. Und es ist heute wieder der Fall, nur noch ausgeprägter als jemals zuvor. Das ist keineswegs Ausdruck von Stärke und wirtschaftspolitischer Weisheit, sondern zeigt eine außergewöhnliche und nichtnachhaltige Schieflage sowie wirtschaftspolitische Verantwortungslosigkeit an.

Zusammenfassend halten wir fest, dass die deutsche Wirtschaft heute extrem ungleichgewichtig und verwundbar ist. Dies ist das Ergebnis krass verfehlter Wirtschaftspolitik, einer Wirtschaftspolitik, die Europa in eine Existenzkrise manövriert hat. Deutschland hat die falschen Lehren aus der eigenen Wirtschaftsgeschichte gezogen. Deutsche Wirtschaftspolitik entbehrt einer konsistenten wirtschaftstheoretischen Fundierung, basiert auf Mythen zu gewissen Schlüsselereignissen der deutschen Wirtschaftsgeschichte. Dennoch lieferte Deutschland das Modell für das Maastrichter Regime der Währungsunion.

Das deutsche Modell ist zweifelsohne für Europa als Ganzes ungeeignet. Eine Wirtschaft von Europas Größe und relativer Geschlossenheit kann nicht auf Merkantilismus setzen, sondern benötigt eine wirksame wirtschaftspolitische Steuerung der Binnennachfrage. Weil die Euro Währungsunion die Wirksamkeit des deutschen Modells im Ursprungsland des Modells untergrub, beging Deutschland den schicksalhaften Fehler, innerhalb der Währungsunion systematische Lohnzurückhaltung zu betreiben. Dies ist die letzte Ursache für die bis heute ungelöste Eurokrise sowie für Deutschlands heimische Ungleichgewichte und Verwundbarkeit (Bibow 2013b).

Der nächste Abschnitt wendet sich Frankreich zu, der zweitgrößten Volkswirtschaft der WWU und dem Schlüsselpartner Deutschlands. Frankreichs Wirtschaftsmodell und Wirtschaftsgeschichte der Nachkriegszeit unterscheidet sich fundamental von der deutschen. Frankreichs heutige Situation ist davon geprägt, dass die größte Volkswirtschaft der Währungsunion notorisch gegen die Regeln verstoßen hat.

4. Das französische Modell und Frankreichs Euro Herausforderung heute?

Die Abschnitte 2 und 3 haben gezeigt: Markenzeichen des deutschen Modells ist die Wahrung relativer Preisstabilität zur Erzielung kumulativer Wettbewerbsgewinne und permanenter Außenhandelsüberschüsse. Die deutsche Währungsgeschichte der Nachkriegszeit zeigt die D-Mark daher als Währung unter notorischem Aufwertungsdruck, dem die deutsche Wirtschaftspolitik allerdings allzeit solange wie möglich Widerstand geleistet hat. Frankreich fand sich fortwährend auf der anderen Seite der europäischen Währungsmedaille wieder. Im Vergleich zu Westdeutschland erzielte Frankreich regelmäßig ein geringeres Maß innerer Disziplin, die relativ höhere Inflation Frankreichs erzeugte wiederholt Abwertungsdruck für den französischen Franc, gegen den die französische Wirtschaftspolitik beständig solange wie möglich Widerstand geleistet hat. Deutschland verfolgte dabei merkantilistische Motive. Frankreich befürchtete, Währungsabwertung würde die innere Disziplin zusätzlich untergraben und dem Ansehen der Nation, speziell der Regierung, schaden.

Langfristige Wechselkurstrends kennzeichnen den lange bestehenden Währungszwiespalt im Kern des europäischen Projekts. Der Wechselkurs der D-Mark wurde 1949 mit 4,20 zum US Dollar festgesetzt. Im Bretton Woods System folgten D-Mark Aufwertungen in 1961, 1969 und 1971. Es gab dann später zwar auch vorübergehende Abwertungsphasen, aber der langfristige Aufwertungstrend der D-Mark hielt unter flexiblen Wechselkursen an. Zum Beginn der Währungsunion in 1999 betrug der Wechselkurs der D-Mark zum US Dollar 1,67. Der französische Franc begann in 1949 mit einem Wechselkurs von 3,50 zum US Dollar, war damals also mehr wert als die D-Mark. Im Bretton Woods System folgten dann Franc Abwertungen in 1957, 1958 und 1969. Von vorübergehenden Unterbrechungen abgesehen, hatte der generelle Abwertungstrend des Franc gegenüber dem US Dollar und insbesondere der D-Mark unter flexiblen Wechselkursen bis 1983 weiterhin Bestand. Bis zur Euroeinführung betrug der Wechselkurs des französischen Franc zur D-Mark dann rund 3:1. Der letzte Kurs des Franc zum US Dollar Ende 1998 betrug 5,63. Kurz gesagt, während die D-Mark ihren Status als „harte“ und „stabile“ Währung etablierte, laborierte die französische Wirtschaftspolitik bis 1983 mit dem Stigma einer „Weichwährung“. In dieser Hinsicht war die deutsch-französische Achse jedenfalls keine Achse (Bibow 2013c).

Erst die Wende in 1983 zur Politik des „Franc Fort“ (Reland 1998, De Boissieu, Pisani-Ferry 1999) beendete die währungspolitische Spaltung Europas im deutsch-französischen Kern. Frankreich ergab sich dazu der Währungsvorherrschaft des deutschen Partners, anerkannte die Führungsposition der Deutschen Bundesbank in der europäischen Geldpolitik – und ermöglichte so die „Härtung“ des EWS (und die Wiederbelebung des deutschen Modells) in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Die französische (Franc Fort) Geldpolitik wurde nunmehr in Frankfurt bestimmt. Jean-Claude Trichet,

Gouverneur der Banque de France von 1993 bis 2003, erarbeitete sich damals in Frankreich den Spitznamen „Hans-Claude Trichmeyer“ (in Anlehnung an den damaligen Bundesbank Präsidenten Hans Tietmeyer).

Es ist wenig überraschend, dass in Frankreich der Wunsch nach einer gemeinsamen Währung – zur Entmachtung der Bundesbank und brüderlichen Teilung der währungspolitischen Macht mit dem deutschen Partner – in der Folgezeit zunehmend stärker wurde. Er wurde so stark, dass sich Frankreich am Ende entgegen nationaler Traditionen und Prinzipien auf eine Währungsunion zu deutschen Bedingungen einließ. Der Euro wurde als europäische Währung nach deutschen „stabilitätspolitischen“ Prinzipien konzipiert. Die Vorherrschaft Amerikas im Bretton Woods System war für Frankreich schon schwer zu erdulden gewesen. Eine dauerhafte Toleranz deutscher währungspolitischer Vormundschaft in Europa war dem Land unmöglich. Bei Akzeptanz deutscher Traditionen und Prinzipien sollte der Euro diesen Graben endlich schließen und ein dauerhaftes währungspolitisches Machtgleichgewicht in Europa herstellen und sichern.

Aus französischer Sicht ist diese Rechnung offensichtlich nicht aufgegangen: trotz, oder gerade wegen des Euros, ist Deutschland heute in Europa dominanter als je zuvor und nimmt auf Frankreich kaum noch Rücksicht bei der Bestimmung nationaler und europäischer Politik. Noch dazu scheint alle Welt Frankreich heute darauf zu drängen, endlich dem deutschen wirtschaftspolitischen Beispiel zu folgen und mutige Strukturreformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit zu unternehmen. Was ist für Frankreich unter dem Euro falsch gelaufen? Kann sich Frankreich heute wirklich retten, indem es erneut auf die deutsche Linie einschwenkt und sich naiven neoliberalen Forderungen ergibt? Zur Beantwortung dieser Fragen werden wir in diesem Abschnitt eine Analyse der französischen Wirtschaftspolitik und -entwicklung vornehmen.

Es ist natürlich ein Mythos, dass die deutsche Wirtschaftspolitik, selbst unter Ludwig Erhard, ordoliberalen Prinzipien zur Unterlassung staatlicher Interventionen in Marktprozesse jemals strikt befolgt hätte. Auch die deutsche Wirtschaftspolitik hat neben der notorischen Unterbewertung der D-Mark durch vielerlei andere Mittel immer gestaltenden Einfluss auf Marktprozesse und die Wirtschaftsentwicklung genommen. Die französische Wirtschaftspolitik hatte nie Zeit für etwaige Präentionen einer Nichteinmischung. Das französische wirtschaftspolitische Vokabular enthält Begriffe wie „indikative Planung“, „planification“ und „économie concertée“. Im französischen Selbstverständnis hatte der Staat im Prozess des Wiederaufbaus und der Modernisierung der Wirtschaft eine lenkende Rolle zu spielen. Auch die Verstaatlichung bestimmter Industrien und eine lenkende Kontrolle der

Kreditvergabe durch das Trésor (Schatzamt), einschließlich der Kontrolle über die Banque de France, hatten ihren Platz in den Strukturen der Macht des Staates über die Wirtschaft. Dabei war eine Präferenz für Währungsstabilität ebenso wie gewisse protektionistische Reflexe Bestandteil der wirtschaftspolitischen Grundorientierung Frankreichs.

Anders als in Westdeutschland standen Exporte in der Nachkriegszeit dabei nie als Wirtschaftsmotor im Mittelpunkt von Frankreichs Wirtschaftspolitik. Gelegentlich traten sie eher als Zahlungsbilanzbeschränkung der Wirtschaftsentwicklung in Erscheinung (Eichengreen 2007). Das gilt insbesondere auch seit 2008/9, also seitdem die historisch grundsätzlich an der Binnennachfrage orientierte französische Wirtschaftspolitik sich zunehmend durch Vorgaben aus Brüssel entmachten ließ, ohne dass französische Exporte hierfür einen Ausgleich erbrachten oder hätten erbringen konnten. Daher existiert auch der heutige Druck auf Frankreich zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit: Frankreich soll wirtschaftspolitisch endlich deutsch werden.

Aber warum eigentlich? Vergleicht man die Wirtschaftsentwicklung Deutschlands und Frankreichs in der Nachkriegszeit ist von einer vermeintlichen Überlegenheit deutscher Wirtschaftspolitik keine Spur auszumachen, jedenfalls nicht bis zur Eurokrise.

Tabelle 1. Vergleich der Wirtschaftsentwicklung (1950 bis 1991)

Tabelle 1. Frankreich-Westdeutschland: Ein Vergleich der Wirtschaftsentwicklung, 1950-1991														
		1950-60	1961-73	1974-81	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
BIP Wachstum (real, in Prozent)	WD	8,2	4,4	2.2	-0.4	1.6	2.8	2.3	2.3	1.4	3.7	3.9	5.3	5.1
	F	4,6	5,7	2.7	2.5	1.3	1.5	1.6	2.4	2.6	4.7	4.4	2.9	1.0
Verbraucherpreisinflation (in Prozent)	WD	1,2	3,4	4.9	5.2	3.3	2.4	2.1	-0.1	0.3	1.3	2.8	2.7	3.7
	F	6,4	4,6	11.3	12.0	9.5	7.7	5.8	2.5	3.3	2.7	3.5	3.5	3.2
Arbeitslosenrate (in Prozent)	WD	5,7	0,7	3.0	5.6	6.9	7.1	7.2	6.6	6.4	6.3	5.6	4.8	4.2
	F	1,5	2,0	4.6	7.1	7.1	8.5	8.9	9.1	9.3	8.8	8.4	8.0	8.4
Bevölkerung (Millionen)	WD	49,4	59,3	61.6	61.6	61.4	61.2	61.0	61.1	61.1	61.4	62.1	63.3	64.1
	F	44,4	50,7	54.7	55.9	56.2	56.5	56.7	57.0	57.3	57.6	57.9	58.2	58.5
Staatshaushaltssaldo (in Prozent des BIP)	WD	0,5	-0.6	-3.2	-3.4	-2.9	-2.0	-1.1	-1.2	-1.8	-2.0	0.1	-1.9	-2.8
	F	-2.0	-0.5	-1.2	-2.9	-2.6	-2.8	-3.1	-3.3	-2.1	-2.7	-1.9	-2.5	-3.0
Bruttostaatsschulden (in Prozent des BIP)	WD	19,5	18.8	26.8	36.5	38.2	38.9	39.5	39.5	40.7	41.1	39.6	41.3	42.4
	F	33,4	18.9	18.3	25.5	26.8	29.2	30.8	31.4	33.7	33.6	34.3	35.4	36.2
Offenheitsgrad (Exporte+Imports, % BIP)	WD	21,7	26.6	36.9	40.5	40.2	41.9	43.4	42.7	43.2	44.0	46.3	48.9	51.6
	F	12,3	17.3	25.9	27.5	27.5	28.5	28.9	29.1	29.9	31.0	32.4	33.0	34.1
Quelle: Eurostat AMECO, The Economist, Penn World Tables, Deutsche Bundesbank, CEPII (P. Villa's database), OECD, IMF														

Quelle: Eurostat AMECO, The Economist, Penn World Tables, Deutsche Bundesbank, CEPII (P. Villa's database), OECD, IMF

Wie Tabelle 1 zeigt, erzielte Westdeutschland in den fünfziger („Wirtschaftswunder“) Jahren schnelleres Wachstum als Frankreich. Frankreichs goldenes Jahrzehnt waren dagegen die Sechziger. Die Performance beider Länder, gemessen am BIP Wachstum und der Arbeitslosigkeit, verschlechterte sich in den Siebziger Jahren, verlief aber bis Ende der achtziger Jahre weiterhin grob gesprochen parallel; wobei Frankreichs Arbeitslosigkeit in den achtziger Jahren, dem Jahrzehnt der „competitive disinflation“

und Konvergenz hin zum niedrigen deutschen Inflationsniveau, dauerhaft etwas stärker anstieg. Deutschlands Bevölkerung war rund 10 Prozent größer als Frankreichs; ein im Trend langsam sinkender Abstand. Ende der achtziger Jahre hatten beide Nationen ähnlich hohe Niveaus der Arbeitsproduktivität und pro-Kopfeinkommen erzielt.

Auch bei der Entwicklung der Staatsfinanzen zeigen sich zunächst keine markanten Unterschiede, insbesondere die Schuldenquote beider Länder entwickelt sich nahezu im Gleichschritt. Markante Unterschiede sieht man vielmehr beim Offenheitsgrad sowie bei der Inflationsentwicklung bis Mitte der Achtziger: Deutschland betreibt mehr Außenhandel und erreichte bis Mitte der Achtziger beständig ein höheres Maß an Preisstabilität. Dagegen war Frankreichs Wachstum allerdings weniger volatil, denn Frankreich war insgesamt erfolgreicher darin, seine Konjunktur, die stärker als in Deutschland von der Binnenkonjunktur getragen wird, zu stabilisieren (Sicsic und Wyplosz 1996).

Tabelle 2. Vergleich der Wirtschaftsentwicklung (1992-98)

Tabelle 2. Frankreich-Deutschland: Maastrichter Konvergenz, 1992-1998								
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
BIP Wachstum (real, in Prozent)	D	1.9	-1.0	2.5	1.7	0.8	1.8	2.0
	F	1.6	-0.6	2.3	2.1	1.4	2.3	3.6
Binnennachfragewachstum (real, in Prozent)	D	2.8	-1.1	2.5	1.8	0.4	1.0	2.3
	F	0.7	-1.4	2.4	1.7	1.0	1.1	4.2
privater Konsum Wachstum (real, in Prozent)	D	3.2	0.6	2.0	2.0	1.2	0.8	1.3
	F	1.2	0.0	1.7	1.8	2.0	0.6	4.0
Bruttokapitalbildung (Prozent des BIP)	D	22.2	21.4	21.7	21.3	21.0	20.8	21.2
	F	21.9	20.8	20.7	20.5	20.4	20.1	20.6
Nettokapitalbildung (Prozent des BIP)	D	8.2	6.9	7.0	6.5	6.0	5.6	5.8
	F	6.3	4.8	4.8	4.7	4.5	4.3	5.0
Staatskapitalbildung, Netto (Euro Mrd)	D	14.7	12.3	10.4	5.6	4.2	1.1	1.5
	F	16.1	14.0	13.2	10.7	10.3	6.7	6.5
Bevölkerung (Millionen)	D	80.5	80.9	81.1	81.3	81.5	81.5	81.4
	F	58.8	59.1	59.3	59.5	59.7	59.9	60.1
Arbeitslosenrate (in Prozent)	D	6.6	7.8	8.4	8.2	8.9	9.6	9.4
	F	9	10.1	10.4	10.2	10.5	10.7	10.3
Haushaltsdefizit (Prozent des BIP)	D	-2.6	-3.1	-2.5	-9.4	-3.5	-2.9	-2.5
	F	-4.6	-6.3	-5.4	-5.1	-3.9	-3.6	-2.4
Staatsschulden, Brutto (Prozent des BIP)	D	41.4	45.0	47.3	54.8	57.6	58.7	59.4
	F	39.9	46.2	49.5	55.8	59.7	61.1	61.0
Offenheitsgrad (Exporte+Importe, % BIP)	D	38.7	36.6	38.6	40.6	42.2	45.9	48.8
	F	33.1	32.8	34.8	36.8	37.5	40.5	43.1
Quelle: Eurostat AMECO								

Es begann mit dem „Vereinigungsschock“ und endete mit der Einführung des Euro: Die „Ära Trichmeyer“ war für beide Nationen wirtschaftlich unbefriedigend (s. Tabelle 2). Der Anstieg der Arbeitslosigkeit in der tiefen Rezession von 1992/93 führte zu einer erheblichen Verschlechterung der Haushaltslage. Das machte die angestrebte Konvergenz im Zeichen Maastrichts zur Tortur. Beide Länder konzentrierten sich darauf, die heilige Dreiprozentmarke für das Haushaltsdefizit unbedingt zu erreichen. Bei weiter sinkendem nominalen BIP-Wachstum stieg die Schuldenquote in beiden Ländern auf rund 60 Prozent an. Dies war der Hintergrund für die schicksalhafte Spaltung der deutsch-französischen Partnerschaft, die in der zweiten Hälfte der Neunziger begann und den Weg in die Eurokrise bereitete. Frankreich hatte die deutsche Stabilitätsmarke von zwei Prozent Inflation bereits in den achtziger Jahren erreicht. Unter schwierigen Bedingungen unterbot Frankreich dann mit einem Haushaltsdefizit von 2,9 Prozent in 1997 die Dreiprozentmarke. In der Folgezeit konzentrierte sich die französische Wirtschaftspolitik wieder auf die Erreichung einer stabilen Entwicklung der Binnennachfrage. Deutschland dagegen verschwor sich ab 1995 auf die nationale Agenda der „Wiederherstellung“ der Wettbewerbsfähigkeit – mit der Folge Frankreich und die anderen Europartner massiv zu unterbieten (s. Abbildung 7).

Tabelle 3. Vergleich der Wirtschaftsentwicklung (1999-2007)

Tabelle 3. Frankreich und Deutschland: Wirtschaftsentwicklung bis zur Krise, 1999-2007										
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
BIP Wachstum (real, in Prozent)	D	2.0	3.0	1.7	0.0	-0.7	1.2	0.7	3.7	3.3
	F	3.4	3.9	2.0	1.1	0.8	2.8	1.6	2.4	2.4
Binnennachfragewachstum (real, in Prozent)	D	2.8	2.1	0.2	-2.1	0.3	-0.3	0.1	2.8	1.8
	F	3.8	4.3	1.8	1.1	1.4	3.0	2.3	2.4	3.2
privater Konsum Wachstum (real, in Prozent)	D	2.6	2.1	1.6	-0.8	0.1	0.8	0.4	1.5	0.0
	F	3.5	3.7	2.5	2.1	1.5	2.0	2.5	2.2	2.5
Bruttokapitalbildung (Prozent des BIP)	D	21.8	21.6	20.7	19.5	19.4	19.2	19.2	19.9	20.1
	F	21.5	22.1	22.2	21.7	22.0	22.1	22.4	22.7	23.4
Nettokapitalbildung (Prozent des BIP)	D	6.1	5.9	4.7	3.0	2.4	2.2	2.0	3.0	3.3
	F	5.9	6.4	6.2	5.4	5.4	5.6	5.8	6.0	6.7
Staatskapitalbildung, Netto (Euro Mrd)	D	4.0	3.2	3.0	1.7	0.0	-3.5	-4.9	-1.7	-3.3
	F	8.4	12.6	12.1	11.6	13.4	15.1	15.9	14.8	15.9
Bevölkerung (Millionen)	D	81.4	81.5	81.5	81.6	81.5	81.5	81.3	81.2	81.0
	F	60.5	60.9	61.3	61.8	62.2	62.7	63.1	63.6	64.0
Fertilitätsrate (Anzahl Kinder pro Frau)	D	n/a	1.38	1.35	1.34	1.34	1.36	1.34	1.33	1.37
	F	1.81	1.89	1.9	1.88	1.89	1.92	1.94	2	1.98
Arbeitslosenrate (in Prozent)	D	8.6	7.9	7.8	8.6	9.7	10.4	11.2	10.1	8.5
	F	10	8.6	7.8	7.9	8.5	8.9	8.9	8.8	8
Haushaltsdefizit (Prozent des BIP)	D	-1.7	0.9	-3.1	-3.9	-4.2	-3.7	-3.4	-1.7	0.2
	F	-1.6	-1.3	-1.4	-3.1	-3.9	-3.5	-3.2	-2.3	-2.5
Staatsschulden, Brutto (Prozent des BIP)	D	60.0	58.9	57.7	59.4	63.1	64.8	67.0	66.5	63.7
	F	60.2	58.6	58.1	60.0	64.1	65.7	67.1	64.4	64.3
Offenheitsgrad (Exporte+Importe, % BIP)	D	51.3	55.9	56.8	57.4	59.9	65.0	68.6	73.9	77.2
	F	44.1	48.4	48.8	49.1	48.7	50.0	51.7	53.3	54.3

Quelle: Eurostat AMECO

Dauersparen und Lohnzurückhaltung erdrosselten die Binnenwirtschaft. Deutschland wurde zum kranken Mann Europas und des Euro, kam nur aufgrund wachsender Exporte überhaupt noch von der Stelle. Ohne Frage war Frankreich in den ersten zehn Jahren der Währungsunion wesentlich erfolgreicher. Bis zur Krise gewährleistete die französische Wirtschaftspolitik eine stabile Binnenkonjunktur und Wirtschaftsentwicklung (s. Tabelle 3): Der private Konsum wuchs stetig mit gut zwei Prozent im Jahr, die Kapitalbildung stieg im Trend als Anteil am BIP (brutto um rund zwei Prozentpunkte), die Arbeitslosigkeit sank von 1999 bis 2007 um zwei Prozentpunkte, und die Geburtenrate stieg im Trend auf eine Rate, die mit einer stabilen demographischen Entwicklung im Einklang steht.

Deutschland schneidet im Vergleich hierzu sehr schlecht ab. Die Arbeitslosenrate stieg – gegen den Trend in der Eurozone – bis 2005, erreichte erst in 2007 wieder das Niveau von 1999. Die Geburtenrate, die im Zuge der deutschen Vereinigung stark eingebrochen war, stabilisierte sich auf sehr niedrigem Niveau. Für die deutsche demographische Entwicklung bedeutet dies rasante Alterung. In Deutschland stagnierte nicht nur der Konsum wegen der Lohnzurückhaltung. Auch die Kapitalbildung sank um rund

zwei Prozentpunkte (als Anteil am BIP). Insbesondere der Staat sparte an der Infrastruktur. Deutschland brach die Maastrichter Dreiprozentmarke fünf Jahre in Folge, die öffentlichen Nettoinvestitionen waren ab 2004 negativ: das Land lebte von der Substanz. Nur der Offenheitsgrad, der im Zuge der deutschen Vereinigung vorübergehend abgenommen hatte (da die frühere DDR nur sehr wenig Handel betrieben hatte) steigt sehr viel schneller als Frankreichs. Insgesamt stellen wir fest, dass bis zur Krise eine vermeintliche Überlegenheit der deutschen Wirtschaftspolitik über die französische überhaupt nicht auszumachen ist (Flassbeck und Spiecker 2007).

Tabelle 4. Vergleich der Wirtschaftsentwicklung (2008-2016)

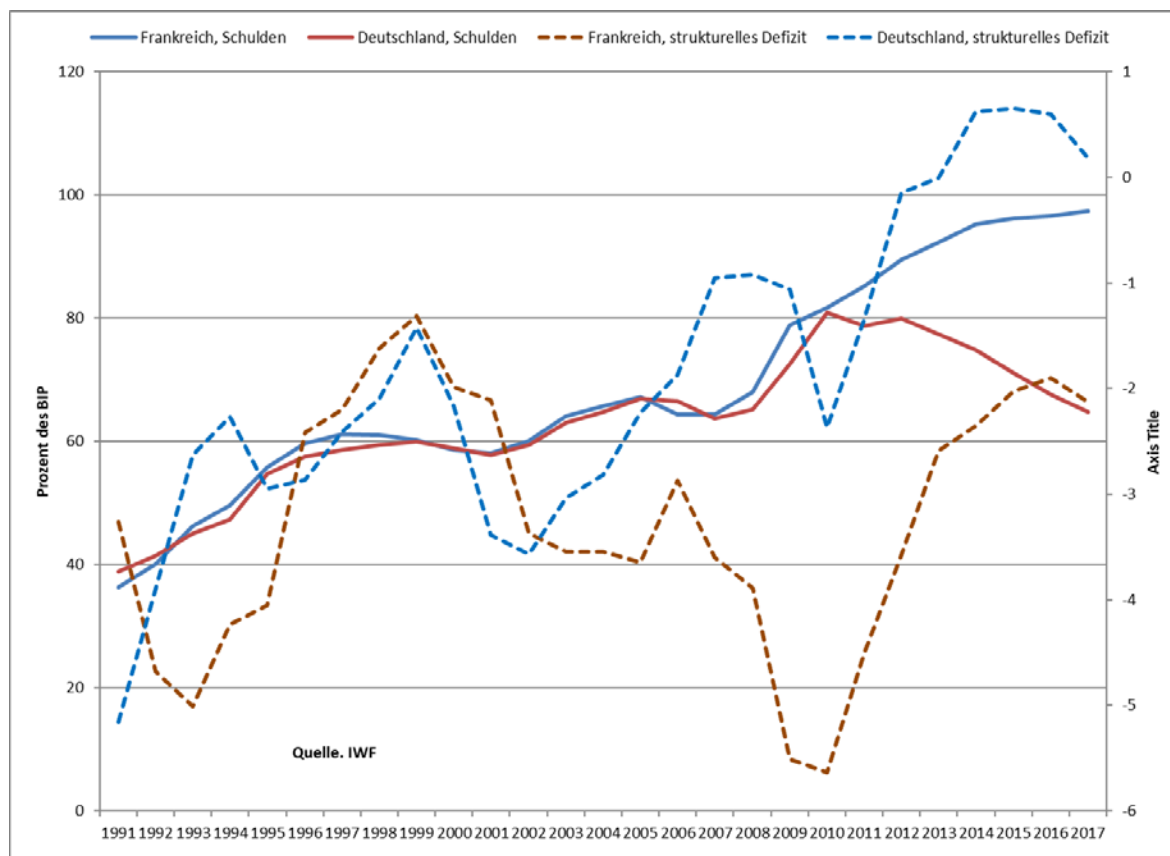
Tabelle 4. Frankreich und Deutschland: Wirtschaftsentwicklung seit der Krise, 2008-2016										
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
BIP Wachstum (real, in Prozent)	D	1.1	-5.6	4.1	3.7	0.5	0.5	1.6	1.7	1.9
	F	0.2	-2.9	2.0	2.1	0.2	0.6	0.6	1.3	1.2
Binnennachfragewachstum (real, in Prozent)	D	1.1	-3.2	3.0	2.9	-0.8	0.9	1.4	1.6	2.3
	F	0.5	-2.5	2.0	2.0	-0.3	0.7	1.1	1.5	2.0
privater Konsum Wachstum (real, in Prozent)	D	0.6	0.2	0.4	1.4	1.3	0.7	0.9	2.0	2.0
	F	0.4	0.2	1.8	0.5	-0.2	0.5	0.7	1.5	1.9
Bruttokapitalbildung (Prozent des BIP)	D	20.1	19.2	19.4	20.1	19.9	19.5	19.9	19.9	20.0
	F	23.5	22.0	22.1	22.1	22.1	21.8	21.6	21.5	21.8
Nettokapitalbildung (Prozent des BIP)	D	3.1	0.8	1.6	2.7	2.2	1.8	2.2	2.2	2.4
	F	6.4	4.2	4.3	4.5	4.4	4.0	3.7	3.6	4.0
Staatskapitalbildung, Netto (Euro Mrd)	D	-1.0	2.7	2.9	2.7	0.6	-2.3	-3.7	-2.4	-1.8
	F	14.2	16.6	14.9	10.7	11.6	10.1	4.8	1.7	1.6
Bevölkerung (Millionen)	D	80.8	80.5	80.3	80.3	80.4	80.6	81.0	81.7	82.5
	F	64.3	64.7	65.0	65.3	65.6	65.9	66.2	66.5	66.7
Fertilitätsrate (Anzahl Kinder pro Frau)	D	1.38	1.36	1.39	1.39	1.41	n/a	1.47	1.5	n/a
	F	2.01	2	2.03	2.01	2.01	1.99	2.01	1.96	n/a
Arbeitslosenrate (in Prozent)	D	7.4	7.6	7	5.8	5.4	5.2	5	4.6	4.1
	F	7.4	9.1	9.3	9.2	9.8	10.3	10.3	10.4	10.1
Haushaltsdefizit (Prozent des BIP)	D	-0.2	-3.2	-4.2	-1.0	0.0	-0.2	0.3	0.7	0.8
	F	-3.2	-7.2	-6.8	-5.1	-4.8	-4.0	-3.9	-3.6	-3.4
Staatsschulden, Brutto (Prozent des BIP)	D	65.1	72.6	81.0	78.7	79.9	77.5	74.9	71.2	68.3
	F	68.0	78.9	81.6	85.2	89.5	92.3	94.9	95.6	96.0
Offenheitsgrad (Exporte+Importe, % BIP)	D	77.9	72.6	79.3	82.4	83.2	84.8	86.9	89.9	91.0
	F	54.7	50.5	54.0	56.3	57.1	57.9	59.9	62.9	63.8

Quelle: Eurostat AMECO

Das Blatt wendete sich erst mit der Krise: Deutschland gilt seither als „Powerhouse“ der Eurozone, Frankreich (zusammen mit Italien) als Problemfall. Das hat jedoch weniger mit einer besonders starken Entwicklung in Deutschland zu tun. Nach zwei Jahren kräftigen Wachstums in 2010-11 ist Deutschland nur noch langsam gewachsen, aber zumindest etwas schneller als vor der Krise. Und sogar die Binnennachfrage hat zu dem insgesamt langsamen Wachstum Deutschlands positiv beigetragen (s. Tabelle 4). Das Blatt wendete sich aber in erster Linie, weil Frankreich – entgegen der Zeit vor der Krise –

nach 2011 nur noch sehr langsam gewachsen ist. Der private Konsum stagnierte über mehrere Jahre. Die Kapitalbildung sank brutto um 1,7 Prozentpunkte (als Anteil am BIP), wobei insbesondere die öffentlichen Investitionen zusammengeschnitten wurden und kaum noch höher als die – weiterhin negativen! – deutschen öffentlichen Nettoinvestitionen sind. Stark bei den öffentlichen Investitionen gekürzt hatte Frankreich auch kurzfristig in 1997-8, um die Dreiprozenthürde zu nehmen. Der Einbruch in den letzten Jahren war krasser und nachhaltiger. Hierin scheint sich ein wichtiger Bruch mit französischen Traditionen anzudeuten.

Abbildung 15. Eurokrise scheidet Partner: öffentliche Finanzen in Deutschland und Frankreich



Ein genauerer Blick auf die öffentlichen Finanzen an dieser Stelle offenbart Interessantes (s. Abbildung 15). Auf die enge Parallelität der Entwicklung der Schuldenquoten beider Länder bis zur Eurokrise hatten wir bereits weiter oben hingewiesen. Die strukturellen Defizitquoten⁷ dagegen zeigen einen deutlichen

⁷ Das Konzept „struktureller“ Defizitquoten basiert auf der wirtschaftstheoretisch wichtigen Idee der Bereinigung um den Konjunkteinfluss auf die Haushaltslage. Anders ausgedrückt, man versucht die Haushaltsposition bei Vollbeschäftigung und Erreichung der „potentiellen“ Wirtschaftskraft zu schätzen. Spezifische empirische Maße dieses Konzepts sind ähnlich wie Schätzungen des potentiellen Outputs allerdings mit sehr hoher Vorsicht zu genießen, da zum Beispiel Annahmen zur Trendberechnung durch statistische Filter (bzw. die „Willkür“ des

Kontrast. Sowohl in 1992 als auch in 2002 setzte Deutschland auf bedingungslose Sparpolitik, nahm keine Rücksicht auf die Konjunkturlage bzw. etwaige negative Wirkungen der Sparpolitik auf die Binnenkonjunktur. Frankreich dagegen wartete bis 1994 mit der Konsolidierung und zeigte dann auch in den Zweitausendern eine ähnliche Vorsicht. Diese aus deutscher Sicht vermeintliche Verantwortungslosigkeit war wirtschaftspolitisch erfolgreich. Das äußert sich u.a. genau darin, dass sich die französische Schuldenquote parallel zur deutschen entwickelte: Frankreich hatte zwar länger höhere Haushaltsdefizite, erzielte aber auch höheres BIP Wachstum – was die Schuldenquote stabilisierte.

Die globale Krise bedeutete für beide Länder eine deutliche Verschlechterung der Haushaltslage. Das französische strukturelle Defizit stieg sogar stärker an als das deutsche. In 2010 kommt es dann zum Bruch mit französischen Traditionen: Im Gleichzug mit Deutschland begibt sich Frankreich auf den schicksalhaften Pfad verfrühter und zu drastischer – und damit letztlich kontraproduktiver – Sparpolitik. Die französische Haushaltsposition verbessert sich ähnlich stark wie die deutsche, aber bei der Entwicklung der Schuldenquote trennen sich hier die Wege der Partner – weil Frankreichs seine stärker von der Binnennachfrage und weniger von der Exportnachfrage abhängige Wirtschaft gründlich destabilisierte, während Deutschland das Glück hatte, den Einbruch der Exporte in die Eurozone durch boomende Exporte nach Amerika, China und in andere Schwellenländer auszugleichen.

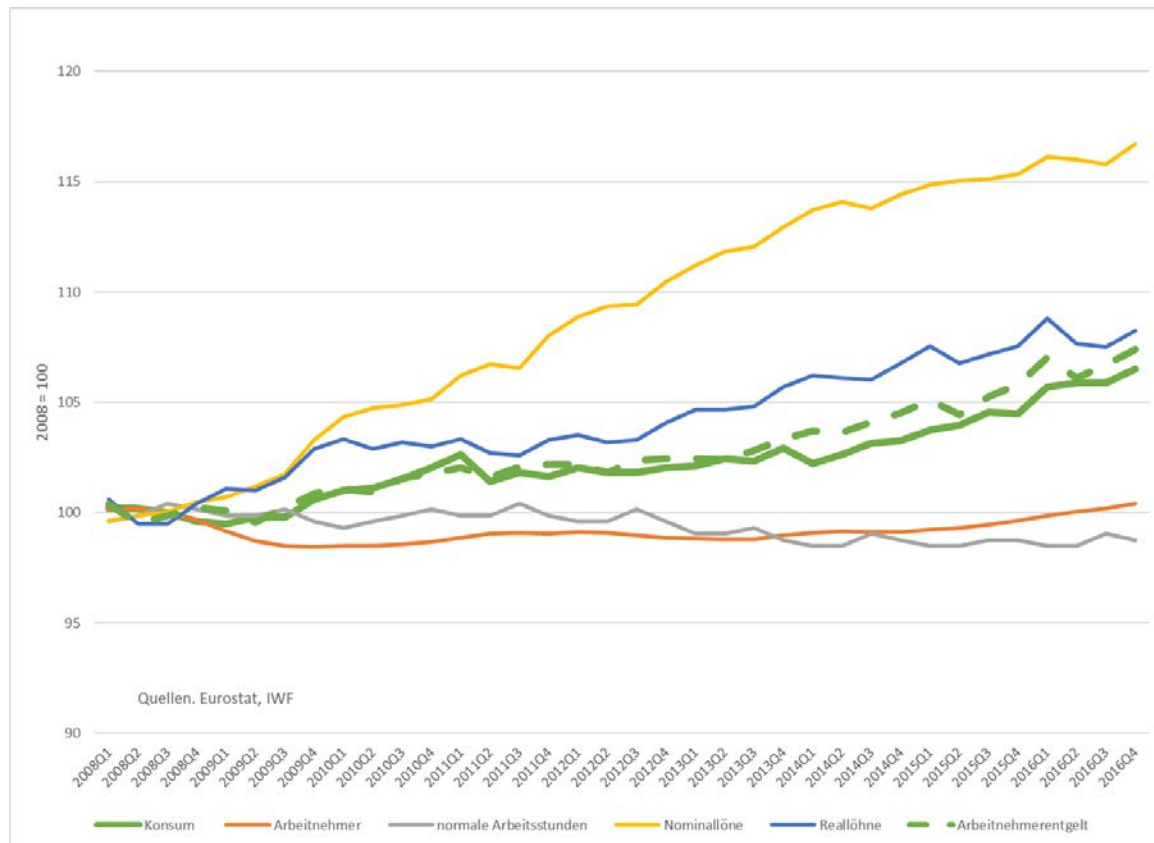
Bedingungslose Sparpolitik im Gleichschritt mit Deutschland ab 2011 war ein wichtiger Faktor, der Frankreichs heutige Krise erklärt. Wohl noch kritischer ist die Tatsache, dass sich ab 2014 auch die Lohnentwicklung verlangsamt hat.⁸ Abbildung 7 weiter oben hatte gezeigt, dass Frankreich in dieser Hinsicht der wahre Musterknabe der Eurozone war: die Lohnstückkosten waren in Frankreich von 1999 bis 2013 haargenau im Einklang mit der gemeinsamen Stabilitätsnorm der EZB gewachsen. Beginnend in 2014 hat sich nunmehr auch die französische Linie der Lohnstückkostenentwicklung in deflationärer Richtung vom Stabilitätspfad entfernt. Dieser Faktor ist für die Eurozone kritisch, weil Frankreich die zweitgrößte Volkswirtschaft der Währungsunion ist. Und er ist für Frankreich selbst auch ungemein

untersuchenden Forschern) einen kritischen Einfluss auf die geschätzten Größen haben. Auch für die hier gezeigten Maße des IWF gilt dies. Vorsichtig interpretiert liefern Zeitreihen der strukturellen Defizite aber zumindest gewisse grobe Anhaltspunkte zum Timing der Fiskalpolitik.

⁸ Zu erwähnen ist hier auch die im Jahr 2013 gestartete „Steuergutschrift für Wettbewerb und Beschäftigung“ („Crédit d'Impôt pour la Compétitivité et l'Emploi“, CICE). Vermarktet als wirtschaftspolitisches Aushängeschild von Präsident Hollande brachte diese Maßnahme französischen Unternehmen eine Lohnnebenkostenentlastung. Auch Deutschland hatte eine sogenannte „fiskalische Abwertung“ im Rahmen der Mehrwertsteuererhöhung von 2007 bei gleichzeitiger Senkung der Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung unternommen.

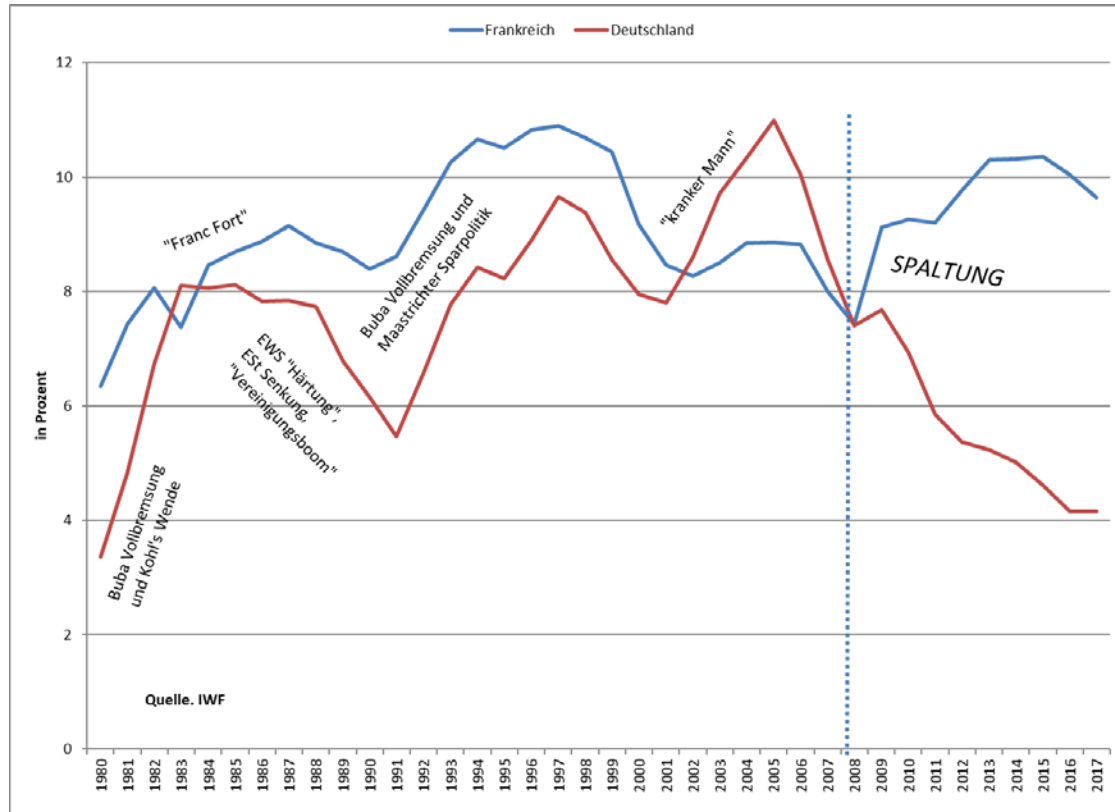
kritisch, weil die Beziehung zwischen Arbeitnehmerentgelt und privatem Konsum, wie Abbildung 16 zeigt, im Fall Frankreichs besonders eng ist.

Abbildung 16. Frankreich: Arbeitnehmerentgelt und privater Konsum



Zunächst war es insbesondere der Beschäftigungseinbruch in 2008-9, der das Arbeitnehmerentgelt unter Druck setzte. Von Ende 2009 bis Anfang 2014 entwickelten sich die Nominallöhne zunächst weiterhin normal, wenngleich der Inflationsanstieg in 2010-11 die Reallohn- und Arbeitnehmerentgeltentwicklung beschnitt. Seit 2014 hat der leichte Beschäftigungsanstieg bei sehr niedriger Inflation dem Arbeitnehmerentgelt und privatem Konsum wieder etwas Auftrieb verliehen. Aber die Dynamik ist nur sehr schwach, was nicht nur Frankreichs Wirtschaft zurückhält, sondern auch die Herausforderung der EZB entsprechend verschärft, ihr Stabilitätsziel von (unter, aber nahe bei) zwei Prozent zu erreichen. Man bemerke hier auch, dass der Index für die Beschäftigung (Anzahl der Beschäftigten) in Frankreich gerade den Stand von 2008 wiedererreicht hat, allerdings die normale Wochenarbeitszeit in den letzten Jahren gesunken ist. Das spiegelt in erster Line den – nicht unbedingt immer freiwilligen – Anstieg der Teilzeitarbeit wider.

Abbildung 17. Eurokrise scheidet Partner: Arbeitslosigkeit in Deutschland und Frankreich



Die schwache Beschäftigungserholung in Frankreich ist natürlich politisch besonders brisant. Nirgendwo scheint sich der Bruch der deutsch-französischen Partnerschaft deutlicher zu zeigen als bei der konträren Entwicklung der Arbeitslosigkeit in beiden Ländern. In längerer Perspektive zeigt Abbildung 17 hierzu, dass sich die Arbeitslosenraten in beiden Ländern bis Anfang der Zweitausender parallel entwickelten. In den Jahren vor der Krise sticht dann Deutschland dank seiner Kombination aus Lohnzurückhaltung und Sparpolitik als „kranker Mann“ hervor. Seit der Krise ist es dagegen Frankreich, das negativ auffällt: Die Arbeitslosenrate ist seit dem Höhepunkt in 2014 kaum gesunken. Wir haben weiter oben bereits auf den konjunkturellen Glücksfall hingewiesen, den Deutschland dadurch erfuhr, sehr viel stärker als Frankreich vom Aufschwung Amerikas, Chinas und anderer Schwellenländer zu profitieren. In den Jahren der akuten Eurokrise hat dies den Einbruch der deutschen Exporte verhindert.

In Öffentlichkeit und Politik wird allerdings stärker betont, dass Deutschland erfolgreiche Strukturreformen durchgeführt, insbesondere seinen Arbeitsmarkt und Wohlfahrtsstaat in den Jahren 2003-5 angemessen reformiert habe. Die Wirkungen der berühmt-berüchtigten „Hartz Reformen“ der Regierung von Gerhard Schröder („Agenda 2010“) werden hier nicht bestritten. Die Reformen haben die

Umverteilung zu Lasten der Arbeitnehmer und Anstieg prekärer Beschäftigung seit Mitte der Neunziger verstärkt. Deutschland hat sich mittels „Flexibilisierung“ seines Arbeitsmarktes und Schrumpfung seines Sozialsystems u.a. einen überdimensionierten Billiglohnsektor verbunden mit zunehmender sogenannter „Arbeitsarmut“ geschaffen. Im Hinblick auf die Entstehung der gewaltigen Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion waren die Hartz Reformen allerdings nur das i-Tüpfelchen der Strategie der „Wiederherstellung“ der Wettbewerbsfähigkeit mittels innerer Disziplin, also nachhaltiger Lohnzurückhaltung.

Man kann sich durchaus Reformen vorstellen, die die Funktionsfähigkeit der Arbeitsmärkte erhöhen oder negative Anreize und Verschwendung im Sozialsystem reduzieren. Die generelle Stoßrichtung neoliberaler Strukturreformen zielt allerdings in erster Linie auf etwas Anderes: Die Senkung von Löhnen und Lohnkosten (Lohnnebenkosten) und die Schwächung der Machtposition der Arbeitnehmerseite gegenüber den Interessen der Unternehmen und Finanzmärkte. Deutschland meldete in den Zweitausendern Vollzug. Die tiefe Misere in der übrigen Eurozone belassen die Deutschen in der Illusion, das einzig Richtige geleistet zu haben. Der Jubel der Interessen und ihrer Sprachrohre bestätigt sie in ihrer falschen Auffassung.

Jetzt soll auch Frankreich endlich mutige Taten sprechen lassen. Einige Kritiker sagen, zu zaghafte Anstrengungen seien unter den gescheiterten Präsidentschaften von Nicolas Sarkozy und François Hollande unternommen worden. Dem Konservativen Sarkozy ist allerdings vor allem der Fehler zuzuschreiben, in 2011 auf die deutsche Tradition bedingungsloser Sparpolitik einzuschwenken. Die Europäische Kommission hat zwar in den letzten Jahren etwas mehr Flexibilität bei der Befolgung der Fiskalregeln eingeräumt. Die Aussicht auf weitere Sparpolitik zur Reduzierung des Haushaltsdefizits auf fast null bleibt aber bestehen. Anhaltende Stagnation erhöht den Druck zur Vollstreckung von Strukturreformen. Frankreich hat unter dem sozialistischen Präsidenten Hollande in den letzten zwei Jahren auch bereits Kurs auf die deutsche Marschroute in Sachen Arbeitsmarktreform unternommen.

Drei wichtige Reformen zur vermeintlichen Revitalisierung des französischen Arbeitsmarkts wurden auf den Weg gebracht. Das „Macron Gesetz“ vom August 2015 (offiziell: „Gesetz für Wachstum, Aktivität und wirtschaftliche Chancengleichheit“) beinhaltet eine Reform der Beschäftigungstribunale und erweitert die Entlassungskriterien, nach denen Unternehmen ihre Mitarbeiter unter erleichterten Bedingungen abstoßen können. Das Gesetz ist nach Emmanuel Macron benannt, der als Wirtschaftsminister der Manuell Valls Regierung dafür verantwortlich zeichnete. Das ergänzende „Rebsamen Gesetz“ (ebenfalls vom August 2015 und benannt nach dem Arbeitsminister François

Rebsamen) reduzierte die erforderlichen Konsultationen zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften und bewirkte Schritte zur Dezentralisierung der Lohnverhandlungen. Daneben gestattet es Unternehmen, befristete Arbeitsverträge weiter zu verlängern statt diese in permanente Beschäftigungsverhältnisse umzuwandeln. Das nach der Arbeitsministerin Myriam El Khomri benannte „El Knomri Gesetz“ vom August 2016 baut hierauf auf und vereinfachte bestehende Entlassungsverfahren weiter. Es reduzierte auch Abfindungen für entlassene Arbeitnehmer und Überstundenentlohnung.

Der neoliberale Charakter dieser drei Gesetze ist offensichtlich. Die Reformen basieren auf der neoklassischen Arbeitsmarkttheorie: Wenn Arbeitslosigkeit vorliegt, dann müssen die Löhne zu hoch sein und/oder Rigiditäten die Funktionsweise, also die unterstellte „Räumungsfunktion“ des Arbeitsmarktes durch den Lohnmechanismus, behindern. Der Arbeitsmarkt ist also „flexibler“ zu machen, und Gewerkschaften muss man sowieso schwächen, weil sie der Beschäftigung grundsätzlich im Weg stehen. Kurz: Frankreich muss Deutschland folgen und die Löhne senken sowie das Wohlfahrtssystem und Arbeitnehmerschutz weniger generös machen.

Entsprechende Ratschläge der Europäischen Kommission und des IWF gehen allesamt in dieselbe Richtung. So empfiehlt der IWF in seiner Konsultation im letzten Jahr (s. IWF 2016), dass Frankreich seine Staatsausgaben nur in Höhe der Inflationsrate ansteigen lassen soll, wie es ja auch im „Stabilitätsprogramm“ der Regierung vorgesehen sei. Zum Thema Arbeitsmarktreform bekräftigt der IWF das neoliberale Dogma, wonach: “the key obstacle to growth remains the labor market, where structural unemployment is projected to remain high in the absence of additional reforms.” Viele der üblichen Glaubenssätze bestätigend, führt der IWF (2016, S. 14) dann weiter aus:

“The poor labor market performance reflects deep-rooted structural rigidities, not just a weak recovery. Several factors seem to have made France’s labor market less adaptable to an evolving global economy — centralized labor agreements for over 700 branches; long and uncertain judicial procedures around dismissals; relatively easy access to unemployment and welfare benefits; a relatively high minimum wage; and a sizeable labor tax wedge. Moreover, real wages and unit labor costs have grown steadily since 2000, including during the crisis years, contributing to a labor cost competitiveness gap.”

Das Urteil des IWF zum bestehenden „labor cost competitiveness gap“ ist richtig und zugleich verheerend. Berücksichtigt man, dass der IWF die Herausforderung der EZB aufgrund zu niedriger

Inflation bei latenter bzw. zeitweise akuter Deflationsgefahr durchaus richtig erkannt hat, ist es mehr als verwunderlich und vollkommen inkonsistent, dass Frankreich für seine stabilitätsgerechte Lohnstückkostenentwicklung nicht gepriesen, sondern gerüffelt wird. Der Widerspruch ist offensichtlich, aber auch der IWF will offensichtlich den eigentlich Schuldigen nicht beim Namen nennen. Schließlich darf man keine Chance auslassen, weiteren Druck auf die Löhne und zur Schwächung der Machtposition der Arbeitnehmer auszulassen. Der IWF hat also letztlich aus den Erfahrungen der Eurokrisenländer doch nichts gelernt, verschreibt heute Frankreich die Giftmischung aus Sparpolitik und Lohnsenkung, die erwiesener Maßen selbst in viel kleineren Ländern als Frankreich eklatant gescheitert ist. Sollte Präsident Emmanuel Macron diesen Ratschlägen folgen⁹, wird der Euro auch seine vermutlich letzte Chance vergeben.

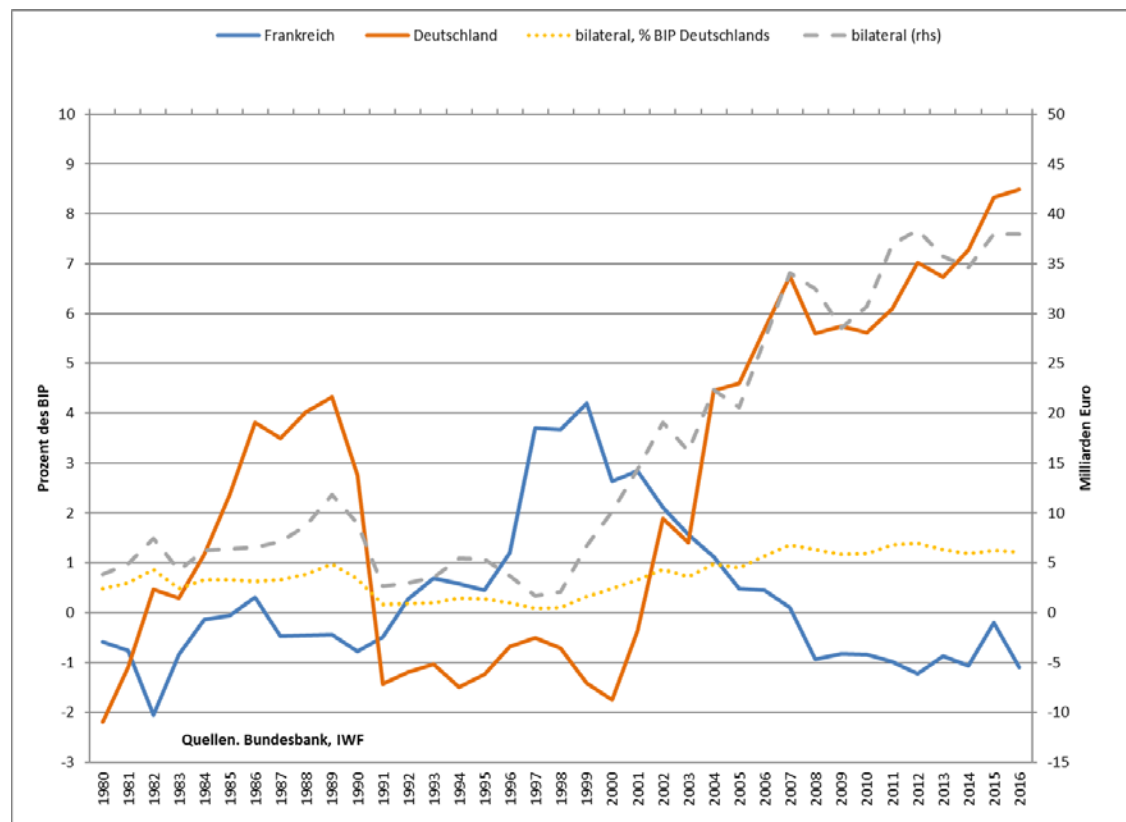
Wir werden weiter unten eine alternative Strategie für Frankreich und die Eurozone vorstellen. Der entscheidende Punkt ist, dass Frankreich im Alleingang zum Scheitern verurteilt ist. Funktionieren kann die notwendige Anpassung nur bei einer geeigneten Strategie für die Eurozone insgesamt. Um diesen Punkt zu unterstreichen, werden wir hier vorbereitend noch auf zwei weitere Aspekte näher eingehen. Der erste Aspekt betrifft den Außenhandel, der zweite lässt sich anhand der sektoralen Finanzierungssalden Frankreichs begreifen.

Ein Vergleich der Außenhandelsentwicklung Frankreichs und Deutschlands sowie ein Blick auf den bilateralen Außenhandel zwischen beiden Ländern ist sehr aufschlussreich. Abbildung 18 zeigt gravierende bilaterale Ungleichgewichte im Außenhandel der beiden Partner. In längerfristiger Perspektive verbuchte Westdeutschland in den achtziger Jahren eine starke Verbesserung seiner Leistungsbilanz; das Jahrzehnt begann mit einem Defizit von rund 2 Prozent des BIP, endete aber mit einem Überschuss von 4 Prozent des BIP. Frankreich erfuhr in 1982 in Verbindung mit dem Versuch eines Konjunkturprogramms unter Präsident François Mitterand zunächst eine Verschlechterung seiner Leistungsbilanz, mit der Kehrtwende in 1983 und folgenden Stagnation dann eine Verbesserung. Über das gesamte Jahrzehnt betrachtet war die Bewegung der französischen Leistungsbilanz vergleichsweise gering. Die bilaterale Handelsbilanz dagegen bewegte sich zu Westdeutschlands Gunsten: der deutsche

⁹ Und dafür mehren sich tagtäglich die Anzeichen. Angekündigt wurden sehr umfangreiche Ausgabenkürzungen verbunden mit Steuersenkungen; Maßnahmen, die in ihrer Gesamtheit eine Belastung der Binnennachfrage und Umverteilung von unten nach oben zu bewirken drohen (Charrel 2017). Ebenfalls angekündigt wurden Arbeitsmarktreformen „im deutschen Stil“ (Chassany 2017). Der IWF (2017) hat in seiner jüngsten Konsultation auch bereits seinen Segen für diese Marschroute verkündet.

Überschuss wuchs in den achtziger Jahren (als das EWS „hart“ wurde) von knapp 5 Milliarden auf rund 12 Milliarden (bzw. von etwa 0,5 Prozent auf rund 1 Prozent des deutschen BIP).

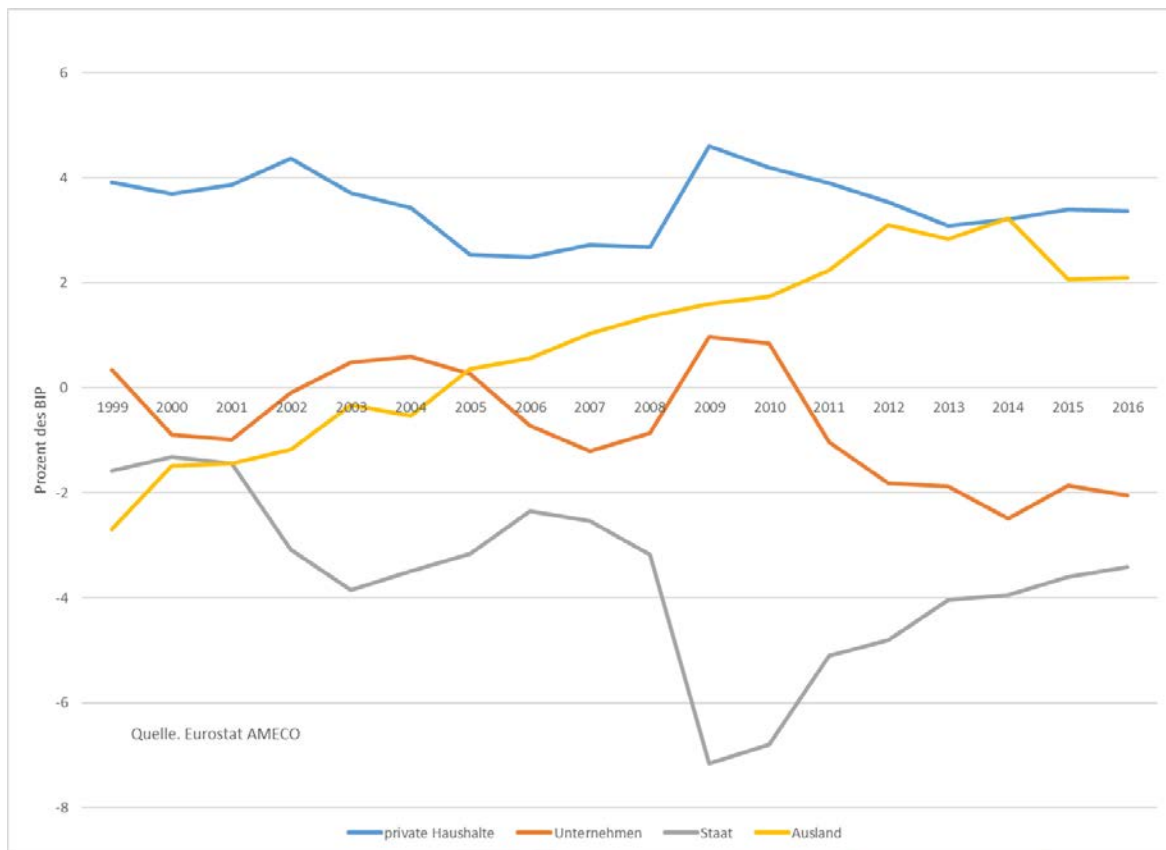
Abbildung 18: Achse untergraben: das deutsch-französische Außenhandelsungleichgewicht



Wie weiter oben bereits besprochen, wendete der „Vereinigungsschock“ dann das Blatt: Deutschland hatte in den neunziger Jahren ein geringes Leistungsbilanzdefizit von etwa 1 Prozent des BIP. Frankreichs Leistungsbilanzposition verbesserte sich dagegen in dieser Zeit von einem geringen Defizit zu einem Überschuss, der bei Euroeinführung in 1999 kurzfristig im Höhepunkt 4 Prozent des BIP erreichte. Der vorübergehende Überschuss entsteht nicht aus dem Handel mit Deutschland, sondern mit dem Rest der Welt. Die bilaterale Außenhandelsposition zeigt bis Ende der neunziger Jahre kaum Bewegung. Erst ab 1998 beginnt eine markante Veränderung zu Gunsten Deutschlands einzusetzen: Deutschlands Außenhandelssaldo gegenüber Frankreich verbessert sich unter dem Euro von rund 7 Milliarden auf im Höhepunkt in 2012 knapp 40 Milliarden Euro (bzw. von 0,3 Prozent auf 1,4 Prozent des deutschen BIP). Deutschlands Leistungsbilanz wächst nach 2000 auf exorbitante 8,5 Prozent des BIP in 2016. Frankreichs Leistungsbilanz war unter dem Euro bis zur globalen Krise auf eine geringe Überschussposition zurückgesunken, weist seit der globalen Krise nunmehr ein Defizit von rund 1

Prozent des BIP auf. Frankreichs (bilaterale) Handelsdefizit gegenüber Deutschland allein ist dabei etwa 60 Prozent größer als das (multilaterale) Leistungsbilanzdefizit; gegenüber dem Rest der Welt erzielt Frankreich also einen geringen Überschuss. Kurz, Frankreich hat konkret gegenüber Deutschland, aber nicht gegenüber dem Rest der Welt ein Wettbewerbsproblem.

Abbildung 19. Frankreichs sektorale Finanzierungssalden (1999-2016)



Der Blick auf die sektoralen Finanzierungssalden Frankreichs offenbart weitere wichtige Erkenntnisse. Wie Abbildung 19 zeigt, ist auch in Frankreichs der Sektor der privaten Haushalte ein Überschussektor: das Einkommen des Sektors übersteigt seine Ausgaben regelmäßig; wenngleich der Überschuss nicht so hoch wie im deutschen Fall ist. Anders als im deutschen Fall, aber besser im Einklang mit den herkömmlichen Vorstellungen von Marktwirtschaft, weist Frankreichs Unternehmenssektor überwiegend Finanzierungsdefizite aus, die allerdings regelmäßig kleiner sind als die Überschüsse der privaten Haushalte. In einer geschlossenen Volkswirtschaft ist eine solche Konstellation nur möglich, wenn der Staat sich flexibel anpasst, also wie im Fall Frankreichs die notwendigen Finanzierungsdefizite toleriert. Die französische Volkswirtschaft ist deutlich weniger offen als die deutsche, aber keineswegs geschlossen. Da der Sektor Ausland im Fall Frankreichs einen Überschuss aufweist, der

(näherungsweise¹⁰) Frankreichs Leistungsbilanzdefizit entspricht, bedeutet dies, dass der französische Staatssektor bei gegebener Konstellation der Finanzierungssalden der privaten Haushalte und Unternehmen sogar einen um das Leistungsbilanzdefizit erhöhtes Finanzierungsdefizit tolerieren muss. Anders ausgedrückt, bei gegebenem Leistungsbilanzdefizit kann der Staat sein Defizit nur reduzieren, wenn sich die privaten Sektoren gleichzeitig stärker verschuldeten. Denn ein Leistungsbilanzdefizit bedeutet, dass sich entweder der öffentliche Sektor oder die privaten Sektoren entsprechend im Ausland verschulden (bzw. ausländische Vermögenswerte verkaufen).

Sowohl der Blick auf den Außenhandel und die sektoralen Finanzierungssalden erinnert uns daher an die Tatsache, dass Frankreich zu denjenigen Ländern Europas zählt, die Deutschlands beständige und gigantische externe Überschussposition überhaupt ermöglichen. Sofern sich deutsche Beobachter um Frankreichs Haushaltsdefizite und öffentliche Schulden Sorgen machen, sollten sie bedenken, dass sich Frankreichs Situation realistisch betrachtet nur verbessern kann, wenn Deutschland eine entsprechende Anpassung, speziell eine notwendige Anpassung seiner Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Frankreich und seinen anderen Europartnern akzeptiert bzw. aktiv unterstützt – eine notwendige Bedingung, auf die wir zurückkommen werden. Zunächst werden wir jetzt aber kurz auf die Situation Italiens und Spaniens eingehen, die bereits Gegenstand der ersten Studie waren.

5. Die Krise Italiens und die Gefahr des Euroausstiegs?

Italiens Situation und Herausforderung ähnelt der Frankreichs in vielerlei Hinsicht. Sie ist aber auch durch eine Reihe spezifischer Faktoren gekennzeichnet. Beginnen wir zunächst mit den Ähnlichkeiten, deren Kern darin besteht, dass Italien ebenfalls seine Wettbewerbsposition gegenüber Deutschland deutlich und nachhaltig verbessern muss. Die erste Studie hatte auch für Italien eine enge Beziehung zwischen Arbeitnehmerentgelt und privatem Konsum offenbart. Italien war zwar von der globalen Krise zunächst vergleichsweise weniger betroffen gewesen, aber die technokratische Übergangsregierung Mario Montis hatte Italien auch ohne offizielles Troika Anpassungsprogramm die übliche Troika Medizin – Sparpolitik kombiniert mit Lohnsenkungen – verabreicht und damit ebenso die üblichen Konsequenzen erzielt. Insbesondere sinkende Beschäftigung (auch in Form steigender Teilarbeitszeit)

¹⁰ Die Summe der sektoralen Finanzierungssalden muss logisch zwingend immer null ergeben. Also muss die Summe der drei inländischen Sektoren dem Saldo des betreffenden Landes gegenüber dem Rest der Welt entsprechen. Volkswirtschaftliche Statistiken sind allerdings immer nur Schätzungen. Auch bei der Messung internationaler Transaktionen gibt es viele Lücken und Fehler. Insbesondere für Frankreich zeigt sich eine signifikante Diskrepanz zwischen den in der Zahlungsbilanzstatistik ausgewiesene Leistungsbilanzsalden und den hier gezeigten Finanzierungssalden des Sektors Ausland.

sowie stagnierende oder sogar sinkende Reallöhne erdrückten Arbeitnehmerentgelt und den privaten Konsum Italiens (s. Abbildung 20). Die „Erholung“ der letzten Jahre ist kaum spürbar gewesen.

Abbildung 20. Italien, privater Konsum und Arbeitnehmerentgelt (aktualisiert)

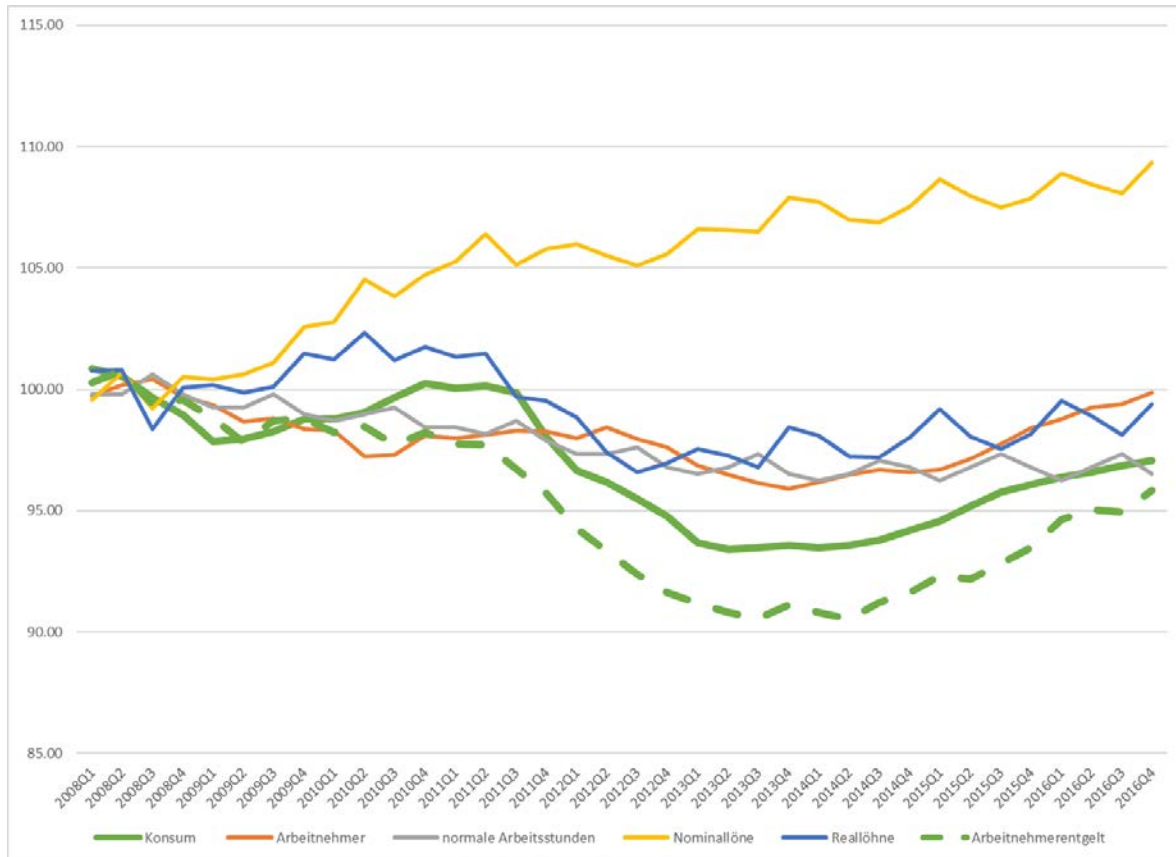
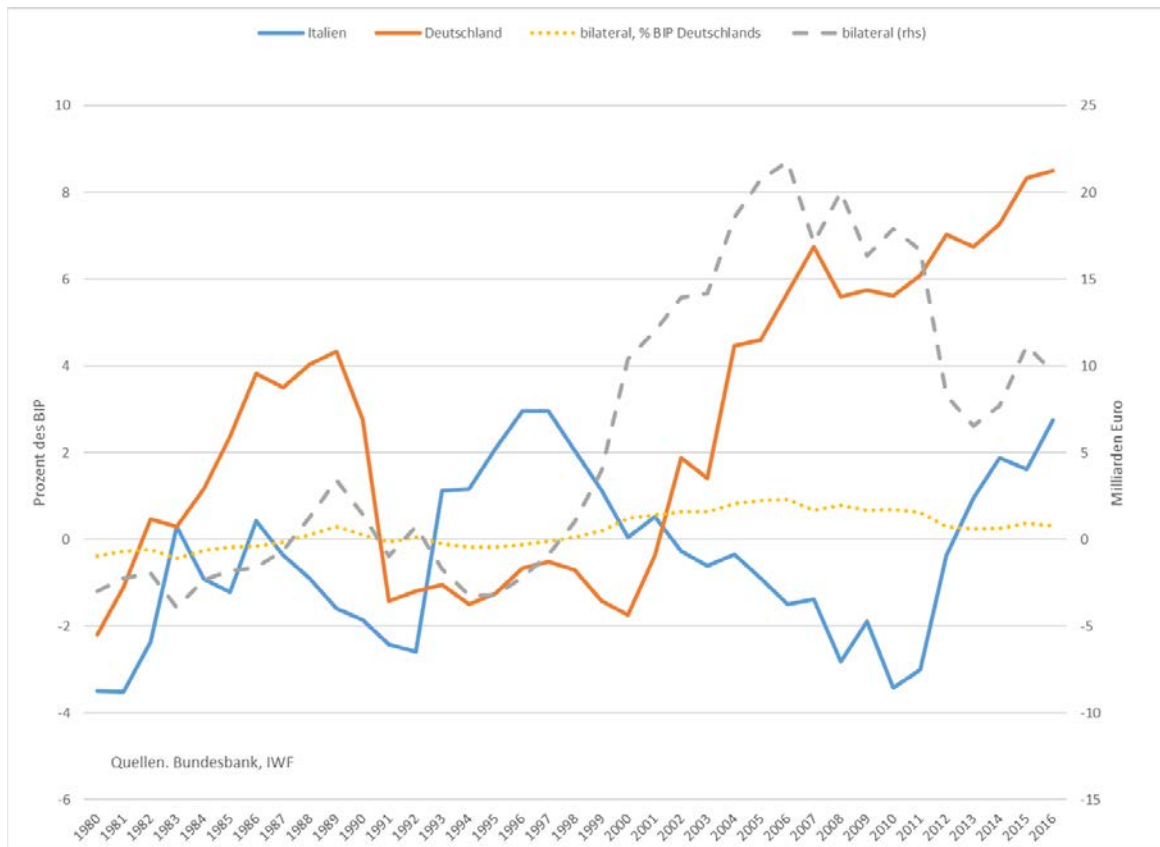


Abbildung 21 vergleicht die Außenhandelsentwicklung Italiens und Deutschlands seit 1980. Auch für Italien bestätigt sich eine Verschlechterung der (globalen) Leistungsbilanzposition und bilateralen Leistungsbilanzposition gegenüber Westdeutschland in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre als sich die Wechselkurse innerhalb Europas verfestigten und gegenüber dem US Dollar aufwerteten. Der deutsche bilaterale Überschuss erreichte in 1989 rund 3,5 Milliarden Euro. Die bilaterale Position gegenüber Deutschland begann sich mit dem Vereinigungsschock zu wenden. Die kräftige Abwertung der italienischen Lira im Herbst 1992 und bis 1995 verstärkte diesen Umschwung weiter und brachte Italien auch eine vorübergehende Verbesserung seiner globalen Leistungsbilanzposition.

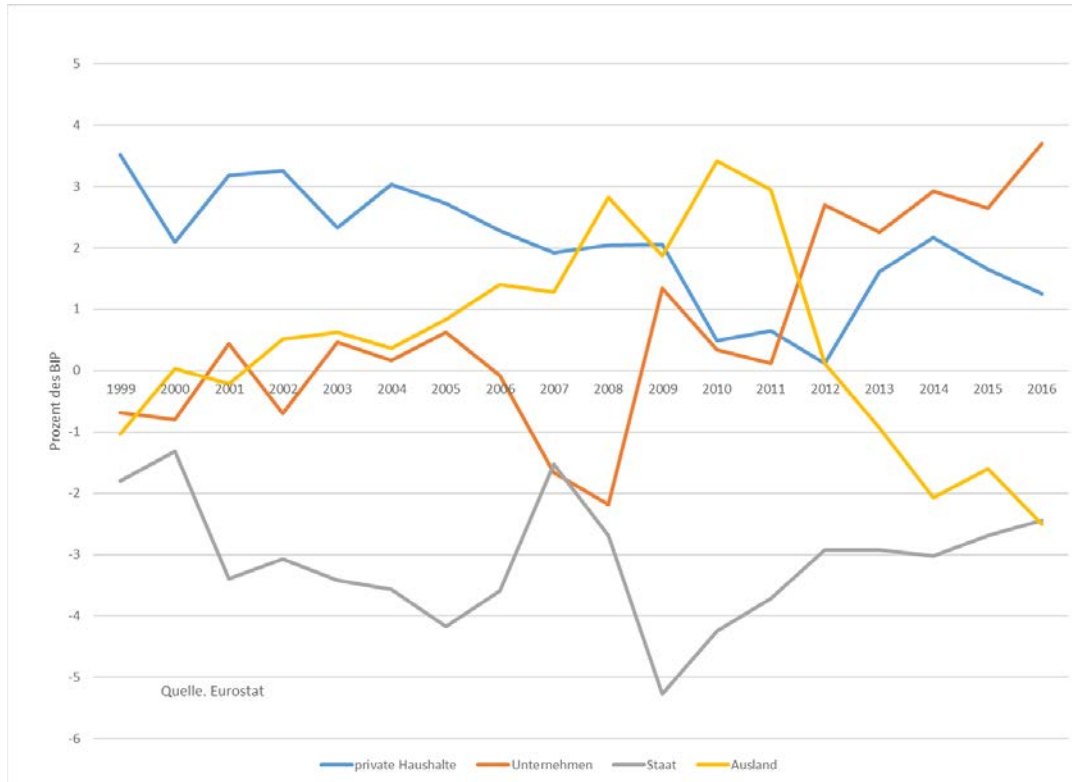
Abbildung 21. Deutsch-italienischer Außenhandel im Ungleichgewicht



Im Verlauf der Jahre 1995-6 machte die italienische Lira dann einen erheblichen Teil der vorherigen Abwertung wieder wett, kehrte zur Erfüllung der Maastricht Kriterien in den WKM zurück. Insbesondere deutsche Interessen fürchteten einen zu wettbewerbsfähigen italienischen Europartner, machten entsprechenden politischen Druck (Die Welt 1996). Eine erneute Trendwende der Handelsströme begann prompt in 1997: sowohl die bilaterale Position gegenüber Deutschland als auch die globale Position verschlechterten sich bis 2006 bzw. 2010 rasant. Der deutsche Überschuss gegenüber Italien erreichte im Höhepunkt in 2006 rund 22 Milliarden, was knapp einem Prozent des deutschen BIP entsprach.

Das globale italienische Leistungsbilanzdefizit betrug im Höhepunkt in 2010 gut 3,5 Prozent des BIP, hat sich danach aber sehr stark verbessert und 2016 in einen Überschuss von knapp drei Prozent des BIP umgekehrt. Der schwache Euro und die rezessive Wirtschaftslage Italiens begünstigten diesen Umschwung. Ähnlich wie im französischen Fall betrifft Italiens Mangel an Wettbewerbsfähigkeit heute in erster Linie die Position gegenüber Deutschland. Das italienische Defizit gegenüber Deutschland war in der Krise auf 7 Milliarden eingebrochen. Seit dem Tiefpunkt in 2013 ist es aber wieder auf gut 10 Milliarden (und rund 0,3 Prozent des deutschen BIP) angestiegen.

Abbildung 22. Italiens sektorale Finanzierungssalden



Die Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden Italiens gestattet Einblicke in einige spezifischen Probleme des Landes (s. Abbildung 22). Bis 2007 wies der Sektor der privaten Haushalte Finanzierungsüberschüsse in mit Frankreich vergleichbarer Höhe aus (als Anteil am BIP). Italiens Unternehmenssektor hatte in den frühen Eurojahren geringe Finanzierungsdefizite, Mitte der 2000er dann geringe Überschüsse. Da der Finanzierungssaldo gegenüber dem Ausland in dieser Zeit nahezu ausgeglichen war, war diese Konstellation nur bei entsprechend hohen Finanzierungsdefiziten des Staates möglich.

In den Jahren 2006-8 sieht man dann erhebliche Veränderungen der Salden: die Überschusssalden des Haushaltssektors sinken während der Unternehmenssektor beträchtliche Finanzierungsdefizite ausweist, was eine kurzfristige Belebung der Investitionstätigkeit (insbesondere in Immobilien) dieser Jahre widerspiegelt. Derweil verbesserte sich der Negativsaldo des Staates, während der Finanzierungssaldo des Auslands wachsende Überschüsse anzeigt, sich die Leistungsbilanzposition Italiens gegenüber dem Ausland also verschlechterte.

Im Verlauf der Krise sind die Finanzierungsüberschüsse der privaten Haushalte seit 2009 zunächst kräftig gefallen und zeigen heute, nach kurzfristigem Anstieg, erneut eine fallende Tendenz. Eine massive Veränderung zeigt sich für den Unternehmenssektor: Der Sektor weist heute Überschüsse aus, die sogar das deutsche Niveau (als Anteil am BIP) übertreffen. Derweil verbessert sich der Finanzierungssaldo des Staates in etwa synchron mit der Verbesserung der Leistungsbilanzposition.

Schreibt man diese Entwicklung fort, gelangt man zur deutschen Konstellation der Finanzierungssalden: die beiden privaten inländischen Sektoren erzielen beständige Finanzierungsüberschüsse, der Staat gleicht seinen Haushalt aus, indem das Land wachsende Leistungsbilanzüberschüsse auftürmt. Wer auf eine solche Entwicklung baut, macht international betrachtet eine Rechnung ohne den Wirt, ein kritischer Punkt, auf den wir weiter unten zurückkommen werden. Doch auch national wäre eine solche Entwicklung im italienischen Fall ganz besonders heikel, weil sie nur auf dem Weg einer weiteren Runde „interner Deflation“, also mittels kombinierter Spar- und Lohnsenkungspolitik, erreicht werden könnte.

Um dieses Risiko zu beleuchten, ist an dieser Stelle kurz ein weiterer spezifischer Faktor zu besprechen, der die auffällige Entwicklung im italienischen Unternehmenssektor seit 2009 miterklärt und heute Italiens Erholung weiterhin akut bedroht: die italienische Bankenkrise.

Italiens Banken waren von der globalen Finanzkrise weitgehend verschont geblieben. Auch sind sie nicht mit etwaigen Altlasten einer heimischen Hauspreisblase beladen. Italiens Banken sind traditionell auf die Kreditvergabe an italienische Unternehmen konzentriert gewesen, was noch stärker als in Deutschland kleine und mittlere Unternehmen einschließt, die ihrerseits in ihrer Finanzierung von den Banken abhängig sind.¹¹ Historisch betrachtet ist Italien mit dieser gegenseitigen Abhängigkeit seiner Banken und Unternehmen gut gefahren. Kritiker mögen über Instabilitäten des politischen Systems und erhöhter Bedeutung der organisierten Kriminalität endlos lamentieren, und diese Faktoren sind gewiss nicht von der Hand zu weisen. Auch das krasse Nord-Südgefälle der Regionen Italiens ist unleugbare Realität.

Dennoch hat Italien in der Zeit seit dem 2. Weltkrieg bis in die neunziger Jahre eine Wirtschaftsentwicklung erzielt, die sich mit der Performance Deutschlands und Frankreichs durchaus messen kann (Flassbeck und Spiecker 2007). Insbesondere die hochindustrialisierten Regionen im Norden Italiens waren dabei immer eine starke Konkurrenz für die Unternehmen Deutschlands, speziell auch für den exportorientierten deutschen Maschinenbau, gewesen. Aufgrund erheblicher

¹¹ Die insbesondere auch in Deutschland (über die HypoVereinsbank) aktive UniCredit Gruppe ist die Ausnahme.

Inflationsdifferentiale hat die italienische Lira im Trend noch stärker als der französische Franc gegenüber der D-Mark an Wert verloren. Da notwendige Wechselkursanpassungen regelmäßig hinausgezögert wurden, kam es aufgrund dieses Faktors häufig zu nachhaltigen Wettbewerbsverzerrungen; wobei lang verspätete Lira-Abwertungen in Deutschland stets als „unfair“ angesehen wurden. Das war zuletzt in 1992/95 so der Fall.

Der Euro hat solche vermeintlich unfairen Wechselkursabwertungen dann unmöglich gemacht – und Italien dadurch in die Bredouille gebracht. Dabei war die Inflationsentwicklung Italiens unter dem Euro durchaus mit den Erfordernissen der Euro-Währungsunion vereinbar, nicht aber die Lohnstückkostenentwicklung innerhalb der WWU. Einerseits sind die Lohnstückkosten in Italien ein wenig schneller gestiegen als es laut der Zwei-Prozent-Stabilitätsnorm der EZB angemessen gewesen wäre. Dies geschah trotz schwacher Wirtschaftsentwicklung und beruhte auch nicht auf besonders hohen Lohnsteigerungen. Vielmehr war die Produktivitätsentwicklung Italiens ganz außergewöhnlich schwach. Andererseits erklärt sich Italiens Wettbewerbsproblem gegenüber Deutschland – gleich der Situation der anderen Europartner einschließlich Frankreichs – insbesondere durch die regelwidrig niedrigen Lohnstückkostenentwicklung Deutschlands.

Die Ursprünge der heutigen Probleme Italiens reichen also in die neunziger Jahre zurück. Kumulative Wettbewerbsverluste gegenüber Deutschland seit 1995 sowie permanenter bedingungsloser Konsolidierungsdruck im Zeichen Maastrichts nahmen das Land in die Zange. Schwindende Unternehmensinvestitionen untergruben die Produktivitätsentwicklung. Stagnation belastete die Gewinne und Bilanzen der Unternehmen zunehmend. Mit dem Beginn der Krise und Verabreichung von (quasi-)Troika Medizin wurde alles nur noch schlimmer, die Zwangsweste Euro wurde zur wahren Folterkammer; zum Beispiel waren die öffentlichen Investitionen seit 2010 negativ.

Grundsätzlich helfen enge Hausbankbeziehungen kurzfristige Krisen zu überwinden. Banken, ihrerseits auf Unterstützung seitens der Zentralbank bauend, können Liquiditätsengpässe ihrer Schuldner „per Federstrich“ (bzw. Mausclick) überbrücken. Im Fall von Dauerkrisen, wie im Fall Italiens, untergraben notleidende Kredite aber letztlich auch nachhaltig die Profitabilität und Solvenz der Banken selbst. Notleidende Banken geraten dann unter Druck, Vermögenswerte zu verscherbeln und verweigern die Vergabe neuer Kredite an die Wirtschaft – was Wirtschaft und Finanzsystem nur weiter unter Druck setzt; die deflationären Prozesse verstärken sich so gegenseitig.

Da der italienische Staat selbst zum Sparen vergattert bleibt und somit Binnennachfragestagnation sowie bei hoher eigener Verschuldung etwaige Solvenzprobleme der Banken nur schwer mildern kann, steckt das Land in der Falle. Finanzierungsüberschüsse gegenüber dem Ausland verbleiben als einziges Ventil. Denn Leistungsbilanzüberschüsse ermöglichen eine entsprechende Verbesserung der Finanzierungssalden der inländischen Sektoren und mit der Zeit einen entsprechenden Schuldenabbau.

Dabei scheint die sogenannte europäische „Bankenunion“ die Zwangslage Italiens heute nur noch weiter zu verschlimmern. Ziel der Bankenunion war es, den „Teufelskreis“ zwischen Staaten und Banken zu brechen. Liquidität und Solvenz von Staat und Banken eines Landes sind gewöhnlich eng miteinander verknüpft. Traditionell vergeben Banken Kredite an ihren Staat und halten staatliche Schuldtitel als ihre sicheren Anlagen. Ein Staat, der keine alternativen Kreditgeber findet, kann in der Not die Unterstützung der Banken suchen. Sollten andererseits Banken in Not geraten, kann der Staat über seine Zentralbank Liquiditätshilfe und über das Schatzamt Solvenzhilfe (Rekapitalisierung) leisten.

Die Euro-Währungsunion hat diese traditionelle Hilfgemeinschaft-auf-Gegenseitigkeit durchbrochen. Die Mitgliedsländer haben keinen Zugriff mehr auf ihre nationalen Zentralbanken, die grundsätzlich keine Kredite an Staaten vergeben dürfen. Das macht den Staat verwundbar und allein von den Finanzmärkten abhängig. Die nationalen Zentralbanken bleiben zwar grundsätzlich in der Verantwortung, ihren jeweiligen Banken im Fall von Liquiditätsproblemen als Retterin der letzten Instanz zu dienen. Bei Solvenzproblemen ist aber das Schatzamt gefordert. Es kann damit aber im Fall sehr hoher Bankverluste überfordert sein – weil der Staat in der Eurozone ja auch selbst gegenüber den Märkten verwundbar ist. Aus ordoliberaler Sicht mag diese währungspolitische Entmachtung des Staates zunächst wie ein Wundermittel zur Stabilitätssicherung erschienen sein. Die Eurokrise hat aber selbst Europas Währungsideologen zum Umdenken gezwungen – die Bankenunion, initiiert im Juni 2012, war das Resultat.

Ein Standbein der Bankenunion ist die einheitliche Regulierung und Beaufsichtigung der Banken, wobei letztere Verantwortung der EZB als Leitorgan des „einheitlichen Aufsichtsmechanismus“ übertragen wurde. Schon der gemeinsame Binnenmarkt sprach für eine Vergemeinschaftung dieser Verantwortlichkeiten. Regionalweit aktive Banken sollten denselben Regeln und einheitlicher Beaufsichtigung unterliegen, um ein „level playing field“ und unverzerrten Wettbewerb zu gewährleisten. Erst recht die gemeinsame Währung und Geldpolitik, die ein integriertes Banken- und Finanzsystem voraussetzen, hatten dies eigentlich zu einer zwingenden Notwendigkeit gemacht.

Dagegen sprach allerdings, dass eine echte Bankenunion auch eine Vergemeinschaftung der Bankensicherung, speziell der fiskalischen Rückendeckung der Bankensysteme voraussetzt.

Und die hatte man eben nicht schaffen wollen – und bis heute auch nicht geschaffen. Die Einlagensicherung bleibt auf absehbare Zeit nationale Angelegenheit. Selbiges gilt für den Fall der Re-Kapitalisierung von Banken aus staatlichen Mitteln. Man hat zwar einen „einheitlichen Abwicklungsmechanismus“ etabliert. Aber nur im Ausnahmefall darf der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) bei Bankenkrisen direkte Kapitaleinlagen in Banken vornehmen. Im Normalfall werden ESM Kredite an das entsprechende Mitgliedsland vergeben. Alleinige fiskalische Haftung für notleidende Banken und Bankenpleiten bleibt also letztlich bei den betroffenen Nationalstaaten. Die „Bankenunion“ hat den Nationalstaaten die Bankenaufsicht aus der Hand genommen. Kommt es aber zu „Betriebsunfällen“, dem Versagen der Aufsicht, wird den Nationalstaaten weiterhin die Rechnung dafür präsentiert. Das ist nicht nur ein offensichtlicher Widerspruch. Diese Konstruktion untergräbt auch das erklärte Ziel der Bankenunion: das Durchbrechen des Teufelskreises zwischen Staaten und ihren Banken. Angst vor einer „Transfer-Union“ und das ordoliberalen Haftungsprinzip sowie der Geist der „Nicht-Haftungsklausel“ scheinen eine wahre Lösung des Problems – und Reparatur der Fehlkonstruktion der Euro-WWU – zu verhindern.

Man beruhigt sich derweil mit Scheinlösungen wie dem „Bail-in Prinzip“. Nicht der Steuerzahler, sondern die Eigner und Gläubiger der Bank sollen den Schaden tragen. Die Gläubiger der Banken selbst sollen im Krisenfall eine insolvente Bank rekapitalisieren, nämlich durch automatischen Forderungsverzicht (Schuldenschnitt). Das ist an sich schon ein problematischer Gedanke, weil man die Einleger nicht einfach als Gläubiger umfirmieren und zur Haftung heranziehen darf. Bei echten Finanzkrisen, die ein nationales Bankensystem oder sogar regionale oder globale Banken- und Finanzsysteme betreffen, ist es sogar vollkommen sinnlos. Helfen kann dann letztlich doch nur der Staat bzw. das Schatzamt unter Mitwirkung der Zentralbank.

Die EZB hat im Verlauf der letzten zehn (Krisen-)Jahre zunehmende Kreativität und Flexibilität in der Interpretation ihrer Verantwortung für den Euro entwickelt (Bibow 2015, 2016a). All dies kann das Grundproblem der Fehlkonstruktion der Euro-Währungsunion aber nicht aufwiegen: es fehlt das gemeinsame Euro-Schatzamt, das gemeinsame Steuern erheben und gemeinsame Schuldtitel emittieren darf.

Dies ist ein grundsätzliches Problem der Euro-WWU, aber nicht das konkrete Bankenproblem Italiens heute. Denn die sogenannte Euro-Bankenunion betrifft ohnehin nur zukünftige Bankenkrisen, soll diese verhindern helfen. Das heutige Bankenproblem Italiens besteht aus Altlasten, den Folgen des langen Siechtums Italiens und der Eurokrise, einer speziell im Fall Italiens keineswegs überwundenen Krise. Die mögliche Bankenkrise von morgen betreffende Bankenunion beschneidet allerdings Italiens Macht und reduziert die Optionen, mit denen es seine Bankenkrise von heute lösen könnte. Gleiches gilt auch für die Wettbewerbsaufsicht über den gemeinsamen Bankenmarkt durch die Europäische Kommission.

Deutschland hatte seine als Folge der globalen Finanzkrise bankrotten Banken aus Staatsmitteln gerettet bzw. bei weitgehender Rettung der Gläubiger abgewickelt. Die Wettbewerbsaufsicht der Europäischen Kommission hatte dazu während der akuten Krise alle Augen zugedrückt. Die Kosten für den deutschen Steuerzahler waren beträchtlich, aber die deutschen öffentlichen Finanzen waren hierdurch nicht überfordert worden.¹² Weitere Schäden für deutsche Banken und den deutschen Steuerzahler aus der Eurokrise hat Deutschland dann weitestgehend durch die Troika-„Rettungspakete“ – bei tatkräftiger Unterstützung durch die Liquiditätsprogramme der EZB – abgewendet und allein auf die Schuldnerländer abgewälzt.

Italien war, anders als Deutschland, zunächst von akuten Bankenkrisen verschont geblieben, hatte damals keine entsprechenden Bankenrestrukturierungen zu bewältigen. Es war der schleichende Niedergang der italienischen Wirtschaft unter dem Euro, verstärkt durch die Verabreichung der Troika-Medizin seit der Krise, der die italienischen Banken zu der drückenden Last hoher Bestände notleidender Kredite verhalf. Die Niedrigzinspolitik der EZB hat zwar auch italienischen Schuldnern wichtige Entlastung gebracht. Speziell die Maßnahmen der EZB seit dem Sommer 2014 haben zu einer teilweisen Re-Konvergenz der Finanzierungsbedingungen innerhalb der Währungsunion beigetragen. Aber der

¹² Vergleicht man die Entwicklung der deutschen (Netto-)Auslandsposition mit der Entwicklung einer hypothetischen Auslandsposition, wie sie sich aus kumulierten Leistungsbilanzüberschüssen seit den 2000ern ergeben hätte, so klafft eine gewaltige Lücke zwischen beiden Größen. Bis Ende 2011 hatten sich Deutschlands so geschätzte Vermögensverluste auf 21 Prozent des BIP (knapp 600 Milliarden Euro) belaufen (Bibow 2013b). Bis Ende 2014 errechnet sich eine Lücke von 25 Prozent des BIP und rund 700 Milliarden Euro (Bibow 2016b). Bislang nichtrealisierte Buchgewinne und -verluste können dabei eine erhebliche Bedeutung haben. Laut der Europäischen Kommission (2012) waren allerdings der größte Teil der Vermögensverluste tatsächlich in den Jahren 2007-8 realisiert worden, als Deutschland im Zusammenhang mit der US „Subprime“ Hypothekenkrise aufgrund hoher Bestände an verbrieften Geldmarktpapieren international zu den größten Verlierern zählte. Die Deutsche Bundesbank (2011) beschreibt den Einfluss der zur Abwicklung der insolventen deutschen Banken WestLB und Hypo Real Estate (mit der Dubliner Tochter „Depfa“ Deutsche Pfandbriefbank) errichteten Abwicklungsinstitutionen („Erste Abwicklungsanstalt“ und „FMS Wertmanagement“) auf die deutsche Zahlungsbilanz.

Profitabilität und Kapitalausstattung der italienischen Banken hat das keineswegs geholfen. Anhaltende Stagnation und Troika-Medizin fordern hier ihren Tribut. Dies ist der Hintergrund für die Tragödie der italienischen Banken, die man seit Jahren beobachten kann. Die älteste Bank der Welt, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, stand dabei lange im Mittelpunkt. Anfang Juli 2017 endlich sie endlich die Genehmigung der Europäischen Kommission zu einer „Vorsichts-Rekapitalisierung“ aus staatlichen Mitteln (Sanderson 2017).

Italien ist dabei nicht das einzige Mitgliedsland der Eurozone mit einer Bankenkrise. Auch in den anderen Eurokrisenländern bestehen weiterhin latent erhöhte Bankenrisiken aufgrund notleidender Kredite. Aufgrund seiner Größe und hartnäckiger Stagnation ist Italien aber wohl in dieser Hinsicht das bedrohlichste systemische Risiko der WWU. Der italienische Staat ist fiskalisch weitgehend entmachtet. Die europäische Wettbewerbs- und Bankenaufsicht wachen über die Einhaltung der Regeln des freien Bankenmarktes. Diese setzen auf das „Bail-in-Prinzip“, Haftung durch die Bankengläubiger, welche in erster Linie heimische Einleger und Wähler sind. Auch für eine gegenseitige Rettung der Banken untereinander besteht nur begrenztes Potential, da die Krise nicht auf eine einzige (oder wenige) Bank(en) begrenzt ist, sondern im Grunde das ganze italienische Bankensystem belastet (s. Merler 2017, Setzer 2017).

In dieser Situation kann man sich entweder durch ausländische „Retter“ (auch genannt: „Vulture Funds“) zu Dumpingpreisen der Vermögenswerte „retten lassen“¹³ – oder die Flucht in externe Überschüsse suchen. Letzteres wird derzeit durch den schwachen Euro und rezessive Wirtschaftslage begünstigt. Es ist eine kostspielige und riskante Lösung im Schnecken tempo und zu Lasten der Weltkonjunktur. Bei steigenden Zinsen kann der ungebrochene Banken-Staat Teufelskreis für Italien schnell wieder brisant werden.

Wie lange Zeit bleibt Italien noch sein Bankensystem und seine Wirtschaft auf diesem Schleichweg und im Kriechgang zu sanieren? Kann Italiens Wirtschaft und Bankensystem eine neue Runde „interner Abwertung“ und Deflation standhalten? Wie lange noch halten Italiens Wähler still, erdulden eine Währung, die das Land wie ein Mühlstein in den Abgrund zu reißen scheint? Italien droht ganz konkret,

¹³ Mitte Juli 2017 hat UniCredit den Verkauf notleidender Kredite im Umfang von knapp 18 Milliarden Euro abgeschlossen. Reuters (2017) berichtet, dass UniCredit hierzu die Vermögenswerte auf nur 13 Prozent abschreiben musste, was einen entsprechend hohen Abschreibungsbedarf impliziert, sofern UniCredit hierfür nicht zuvor bereits Risikorücklagen gebildet hatte. Der durchschnittliche Buchwert notleidender Kredite italienischer Banken (also netto nach Rücklagenbildung) liegt bei rund 50 Prozent (Setzer 2017). Der verbleibende Gesamtumfang notleidender Kredite im italienischen Bankensystem wird auf (brutto) 300 Milliarden Euro geschätzt. Das gesamte Eigenkapital des italienischen Bankensystems liegt unter 200 Milliarden Euro.

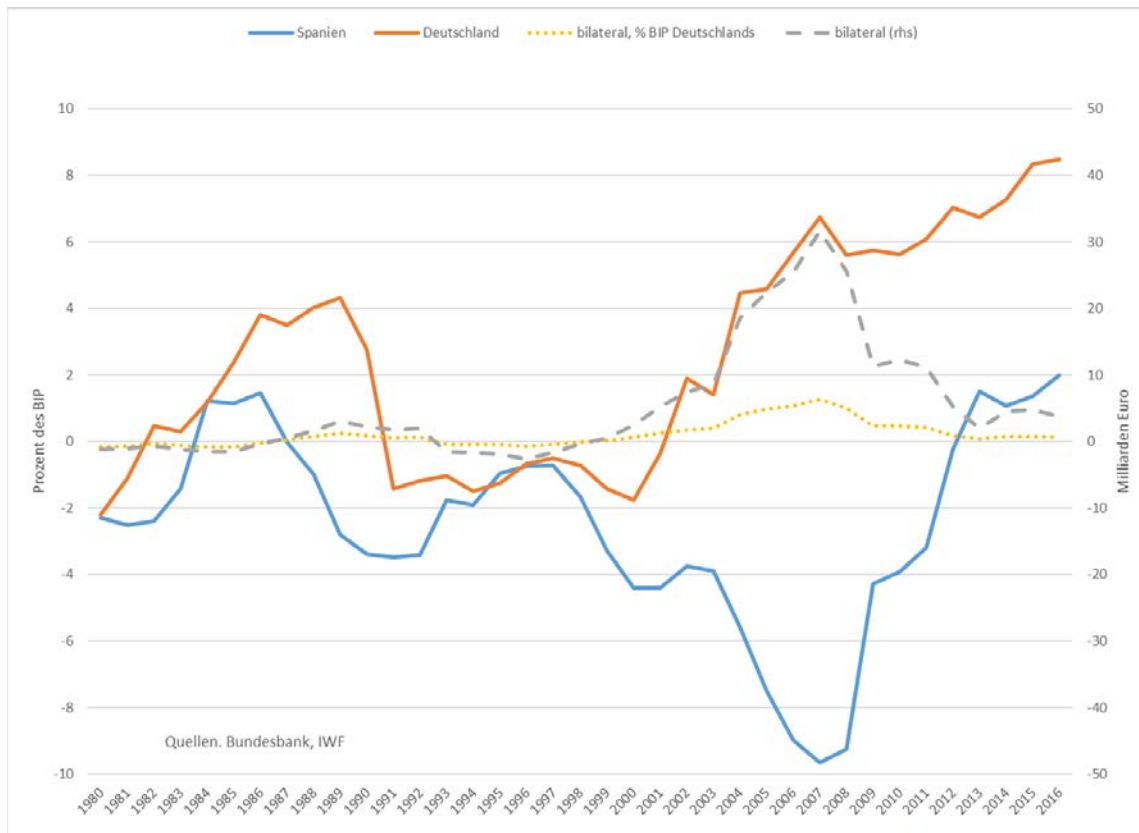
in den Euro-Ausstieg getrieben zu werden. Sobald nur die Angst hiervor Italiens Zinsen in die Höhe treibt, steckt die Eurozone erneut in einer akuten Krise.

Man beachte hier: Euro-Abwertung und Rezession haben Italien zwar einen beträchtlichen globalen Leistungsbilanzüberschuss ermöglicht. Die bilaterale Leistungsbilanz gegenüber Deutschland bleibt aber bis heute defizitär. Dass das rezessive Italien gegenüber dem vollbeschäftigten Deutschland weiterhin ein (seit 2014 wieder wachsendes) Leistungsbilanzdefizit hat, unterstreicht abermals, wie sehr die Euro Währungsunion intern aus dem Lot ist.

6. Was ist dran an der Erholung Spaniens?

Auch Spanien war bereits Gegenstand der ersten Studie gewesen. Diese Studie liefert eine Aktualisierung und wird auf einige zusätzliche Faktoren eingehen. Speziell geht es hierbei auch um die Frage, inwieweit sich Spanien wirklich und anscheinend bei rasantem Tempo von der Krise erholt hat. Es heißt, der Erfolg Spaniens basiere auf zügigen Arbeitsmarktreformen. Auch zur Sanierung seiner Banken hätte Spanien zügig gehandelt und die Probleme nicht – wie anscheinend Italien – unnötig verschleppt. Wiederum bestehen wichtige Gemeinsamkeiten zur Situation in Frankreich und Italien. Aber wiederum spielen auch im spanischen Fall spezifische Faktoren eine besondere Rolle.

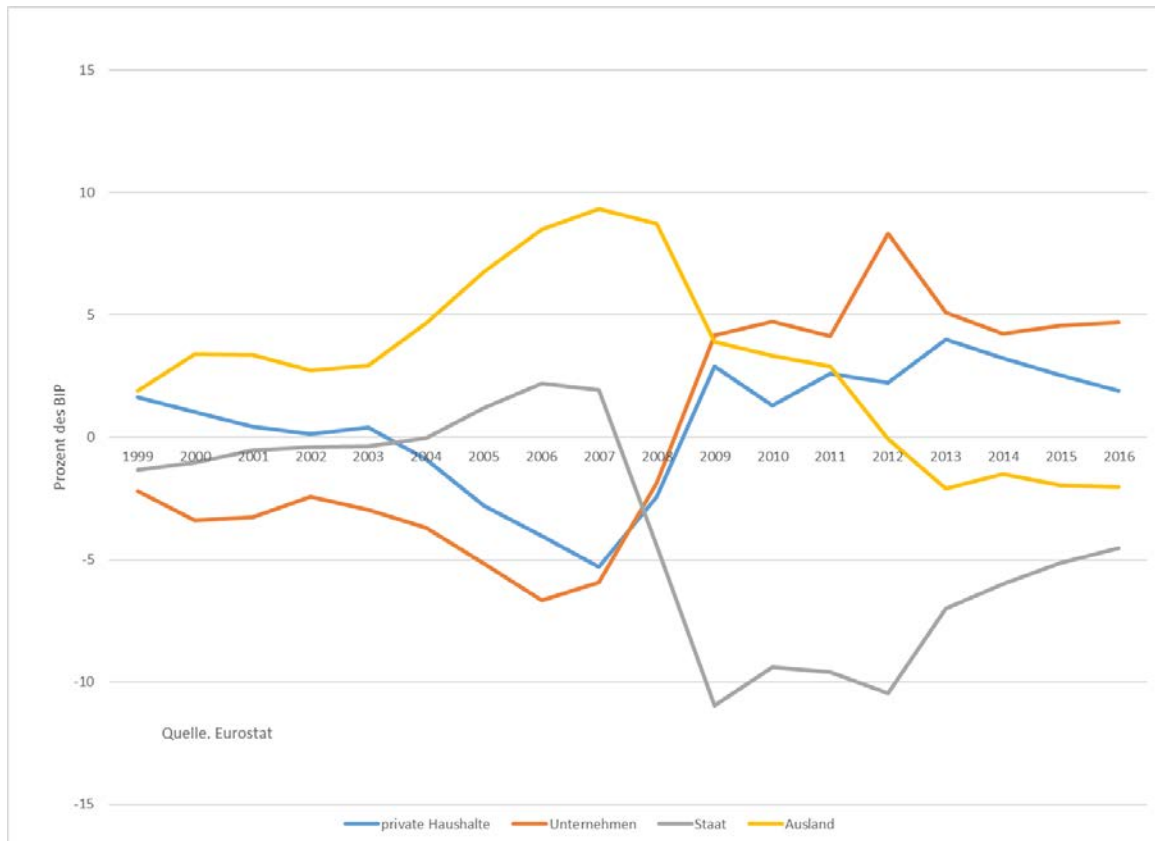
Abbildung 22. Deutsch-spanischer Außenhandel im Ungleichgewicht



Beginnen wir mit einem vergleichenden Blick auf die Außenhandelsentwicklung Spaniens und Deutschlands seit 1980 (s. Abbildung 22). Spanien hat seit dem EU-Eintritt in 1986 bis 2012 ununterbrochen Leistungsbilanzdefizite erzielt. Ein erster Höhepunkt erfolgte in den Jahren um 1990 in Höhe von rund 4 Prozent des BIP. Bilateral gegenüber Deutschland erreichte das spanische Defizit in 1989 einen ersten Höhepunkt in Höhe von rund 3 Milliarden Euro. Nach mehreren Abwertungen der spanischen Peseta in den frühen neunziger Jahren verbesserte sich die spanische Leistungsbilanz bis 1997 auf ein Defizit von unter einem Prozent des BIP. Auch bilateral gegenüber dem vereinigten Deutschland erzielte Spanien Mitte der neunziger Jahre Überschüsse von rund 2 Milliarden Euro im Jahr. Unter dem Euro verschlechterte sich die spanische Leistungsbilanz dann bis zum Ausbruch der Krise rasant auf knapp 10 Prozent in 2007, wobei der deutsche Anteil mit gut 30 Milliarden Euro rund ein Drittel ausmachte und dabei rund 1,25 Prozent des deutschen BIP entsprach. Die Krise hat diese Entwicklungen drastisch umgekehrt. Im spanischen Fall war der globalen Krise das Platzen der heimischen Immobilienblase vorausgegangen, was eine Bankenkrise und tiefe Rezession auslöste und natürlich in Folge auch eine entsprechende Verschlechterung der öffentlichen Finanzen mit sich brachte. Spanien erzielt seit 2013 einen Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 1-2 Prozent des BIP. Bilateral

gegenüber Deutschland ist das spanische Defizit von über 30 Milliarden auf im Tiefpunkt unter 2 Milliarden zusammengeschrumpft, in den letzten Jahren dann aber wieder auf rund 4 Milliarden angestiegen.

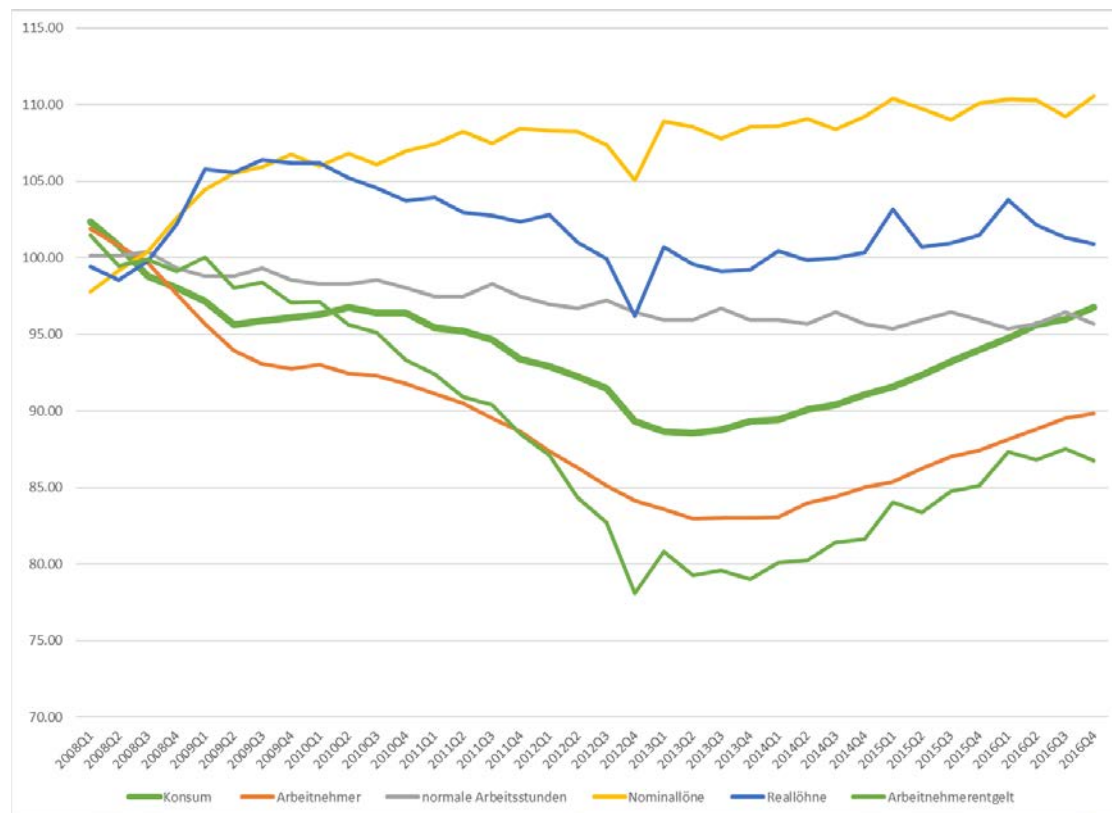
Abbildung 23. Spaniens sektorale Finanzierungssalden



Die Entwicklung der sektoralen Finanzierungssalden unter dem Euro (s. Abbildung 23) zeigt, dass beide inländischen privaten Sektoren bis zum Platzen der Immobilienblase hohe Finanzierungsdefizite eingingen. Dies ermöglichte es dem spanischen Staat Finanzierungsüberschüsse zu erzielen, während die Überschussposition des Auslands Spaniens wachsende spanische Leistungsbilanzdefizite widerspiegelt. Diese ganz offensichtlich nicht nachhaltige Konstellation brach mit der Krise zusammen. Seither nähert sich auch Spanien dem deutschen Vorbild: die Sektoren der Unternehmen und privaten Haushalte erzielen beträchtliche Finanzierungsüberschüsse, um ihre Verschuldung zu reduzieren. Der spanische Staat darf dies aufgrund der „Stabilitätsregeln“ der Währungsunion nicht flexibel ausgleichen, sondern soll ebenfalls einen Überschuss anstreben. Dazu hat Spanien noch erheblichen Raum zu überwinden, implizit darauf hoffend, dass man gegenüber dem Ausland Überschüsse in deutscher Dimension wird

erzielen können. Und das nachdem man im Finanzierungssaldo gegenüber dem Ausland bereits einen Umschwung von rund 12 Prozentpunkten des BIP erreicht hat.

Abbildung 24. Spanien, privater Konsum und Arbeitnehmerentgelt (aktualisiert)



Dieser gewaltige Umschwung deutet darauf hin, dass Spanien einerseits seit der Krise beachtliche Exporterfolge hat erzielen können, andererseits aber die private Binnennachfrage auch weiterhin auf stark gedrosseltem Niveau verharrt. Für den privaten Konsum bestätigt Abbildung 24 (aktualisiert), dass Spanien noch einige Prozentpunkte vom Niveau des Jahres 2008 entfernt bleibt. Allerdings sind der starke Konsumanstieg und das Niveau des Konsums nur schwer mit der Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts bei gleichzeitig steigender Sparquote in Einklang zu bringen (Flassbeck und Spiecker 2015).

Die Bruttokapitalbildung lag im Jahre 2016 noch knapp 30 Prozentpunkte unter dem Vorkrisenniveau von 2007 (netto sogar 37 Prozentpunkte). Dafür ist natürlich in erster Linie der Wohnungsbau verantwortlich, der sich bislang nur sehr wenig erholt hat. Die öffentlichen Investitionen, die in 2009 netto noch knapp 30 Milliarden Euro betragen hatten, beliefen sich im letzten Jahr auf negativ 6 Milliarden Euro. Die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen dagegen haben im letzten Jahr in etwa

das Niveau von 2007 wiedererlangt. Die Inspiration hierfür kann nur vom Export gekommen sein. In der Tat haben sich Spaniens Exporte seit der Krise im Einklang mit den deutschen Exporten und besser als die Exporte Frankreichs und Italiens entwickelt.

Zwei gewichtige Aspekte sind an dieser Stelle zu nennen. Erstens die Bedeutung des Tourismus für die wirtschaftliche Erholung Spaniens und zweitens der Zeitfaktor und der Vorteil der frühen Reformen Spaniens im Vergleich zu Frankreich und Italien.

Spanien erfreut sich unter nichtheimischen Reisenden enormer Beliebtheit, die Reise- und Tourismusbranche Spaniens hat traditionell eine im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern besonders hohe Bedeutung für die Volkswirtschaft. Diese hat seit der Krise weiter zugenommen. Spanien erlebt seit 2012 einen starken Tourismusboom, der erheblich zur Erholung von BIP und Beschäftigung beigetragen hat (Dawber 2016, Banco de España 2017, Caixa 2017). Ein wichtiger Grund hierfür waren Unruhen und Terroranschläge in konkurrierenden Tourismuszielländern und -regionen im Mittelmeerraum (Nord-Afrika, Türkei und Naher Osten, Frankreich etc.). Wir erwähnen diesen Sonderfaktor hier, um zu betonen, dass er sich nicht beliebig in jedem Land und zu jeder Zeit nachahmen lässt. Die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen der Eurozone lieben es, auf nationale Erfolge zu verweisen als Beweis für die Wirksamkeit ihrer vermeintlichen Erfolgsrezepte. Als hätte die Giftmischung aus Sparpolitik und Lohnsenkung Spanien nichts anhaben können, sondern nur besonders schnell heilen lassen. Das ist unhaltbarer Unfug. Laut den sehr klaren Ergebnissen der ersten Studie ist Spanien auch kein Sonderfall. Vielmehr ist der spanische Tourismusboom ein den Schaden inkompetenter europäischer Wirtschaftspolitik teilweise kompensierender Glücksfall aus dem andere Länder kaum Hoffnung schöpfen dürfen – und noch viel weniger die Eurozone insgesamt.

Eine gewisse Verbindung ist hier auch zu einem weiteren vermeintlichen Erfolg zu sehen: den frühen Strukturreformen von 2012, die den spanischen Arbeitsmarkt so wunderbar flexibel gemacht haben. Die Beschäftigungsgewinne seit 2014 basierten insbesondere auf befristeten Arbeitsverhältnissen und Teilzeitarbeit, wie sie in der Reise- und Tourismusbranche auch besonders häufig vorkommen. Spanien bleibt bis heute sehr weit von einer wahren Beschäftigungserholung entfernt, die Arbeitslosigkeit ist weiterhin extrem hoch (EZB 2017).

Vorsicht ist ebenfalls geboten bezüglich des Arguments, Spaniens lebhaftere Erholung sei Beweis für den Erfolg der frühen und mutigen Strukturreformen des Landes, das Zurückhinken Frankreichs und Italiens in der Erholung dagegen Beweis für die Kosten des Hinauszögerns notwendiger Strukturreformen.

Natürlich hat Spanien gegenüber Frankreich und Italien daraus Nutzen gezogen, seine interne Abwertung zügiger als die Konkurrenten voranzutreiben. Ein Land, das seinen Partnern allein vorausseilt, erhöht seine eigene Wettbewerbsfähigkeit, profitiert dabei aber weiterhin von der Binnennachfrage der „Nachzügler“. Es ist ein ganz gewöhnliches Nullsummenspiel, wie es allgemein für jede Politik des „Beggar-Thy-Neighbor“ gilt; Politik, die man innerhalb einer Währungsunion besser nicht betreiben sollte. Spanien, Italien und Frankreich haben gemein, dass es ihnen beim heutigen Euro-Wechselkurs keineswegs an internationaler Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Rest der Welt mangelt, sondern speziell gegenüber ihrem Euro-Partner Deutschland.

Wir werden diesen besonders kritischen Punkt zu Beginn des nächsten Abschnitts in Form eines Zwischenfazit weiter beleuchten, bevor wir dann mittels eines Vergleichs mit der Währungsunion Amerikas nach Reformen suchen, die der Euro-Währungsunion insgesamt tatsächlich zur Erholung dienen würden, diese dabei in eine funktions- und überlebensfähige Währungsunion verwandelnd.

7. Was unterscheidet die Euro Währungsunion von Amerika?

Die Euro-Währungsunion ist eine sehr große und daher wenig offene Volkswirtschaft. Den größten Anteil ihres „Außenhandels“ betreiben die Mitgliedsländer untereinander. Ihre Volkswirtschaften sind eng miteinander verwoben, die gegenseitige Abhängigkeit ist sehr hoch. Dies entspricht den Gründen und Zielen der europäischen Integration. Allerdings ist das in der Konstruktion der Euro-Währungsunion nicht entsprechend abgesichert, was ihre Dysfunktionalität und die latente Gefahr des Zerbrechens erklärt.

Diese Studie hat die Wirtschaftspolitik und -entwicklung der vier großen Euro-Mitgliedsländer untersucht. Die Wirtschaftsentwicklung der vier Großen war sehr unausgewogen, es waren, beginnend in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre und bis 2008, gravierende Divergenzen und Ungleichgewichte innerhalb der WWU entstanden, die in der schwersten Wirtschaftskrise Europas seit den dreißiger Jahren mündeten. Die Verantwortlichen waren trotz offenkundiger frappanter Fehlentwicklungen am Lenkrad eingeschlafen gewesen. Die Währungsunion war nicht für Krisen gewappnet. Die weitgehend unter deutscher Leitung improvisierte wirtschaftspolitische Reaktion hat die Krise und ihre verheerenden wirtschaftlichen und sozialen Konsequenzen nur verschlimmert. Allein die Erholung im Rest der Welt hat die Vollendung der hausgemachten Katastrophe in Europa, den Zusammenbruch der Euro-Währungsunion, verhindert.

Kern der Krise ist die Beggar-Thy-Neighbour Politik Deutschlands. Deutschland hatte ab Mitte der neunziger Jahre „Lohnzurückhaltung“ zur nationalen Agenda erklärt. Das sollte die Wettbewerbsfähigkeit des wiedervereinten Landes „wiederherstellen“ und den Export stimulieren. Diese Strategie hatte eine lange westdeutsche Tradition. Ludwig Erhard sah „innere Disziplin“ als probates Mittel in einem System fester Wechselkurse kumulative Wettbewerbsvorteile zu erzielen. Westdeutschlands Wirtschaftsgeschichte ist die Geschichte permanenter Handelsüberschüsse – mit den EWS-Wechselkurs- und Handelsungleichgewichten gegen Ende der achtziger Jahre als Schlusskapitel.

Die deutsche Wiedervereinigung und die EWS-Krisen der frühen neunziger Jahre stellten dann ein innereuropäisches Gleichgewicht wieder her; allerdings nur vorübergehend. Denn deutsche Über-Strategen wie Olaf Sievert sahen im Euro die Chance einer Währungsfalle für die europäischen Partner. Das deutsche Model setzte voraus, dass Wechselkursanpassungen zum Ausgleich von Inflationsdifferentialen nur mit erheblicher Verzögerung stattfanden. Der Euro aber würde sie gänzlich ausschließen. Deutschland würde dann seine durch interne Disziplin „hart erarbeiteten“ kumulativen Wettbewerbsvorteile nicht mehr durch „unfaire“ Wechselkursanpassungen verlieren können. Diese hohle Strategie übersieht, dass die Eurofalle für Deutschlands Partner eine Schuldenfalle ist. Letztlich macht sie die im stabilitätsorientierten Deutschland so verhasste „Transfer-Union“ in der einen oder anderen Form unumgänglich.

Vor genau diesem Problem steht die Euro-Währungsunion heute. Beim heutigen Euro-Wechselkurs haben Frankreich, Italien und Spanien kein Wettbewerbsproblem gegenüber dem Rest der Welt. Sie vereint, dass sie ein Wettbewerbsproblem gegenüber Deutschland haben. Nicht sie und die anderen Eurokrisenländer sind dabei das Problem, sondern Deutschland. Deutschland ist nicht das Modell für die Euro-Währungsunion, es ist das Anti-Modell. Nicht Stabilität und Prosperität bedeutet das deutsche Modell für Europa, sondern Instabilität und Ruin.

Gibt es ein Euro-Mitgliedsland, das zwar nicht Model, aber zumindest Inspiration für die Euro-Währungsunion sein sollte, so ist es Frankreich. Frankreichs Wirtschaftsentwicklung der Nachkriegszeit ist mit der westdeutschen vergleichbar, der des vereinten Deutschlands unter dem Euro bis zur Krise überlegen. Frankreichs Wirtschaftspolitik setzt traditionell stärker auf eine planende und die Binnenkonjunktur stabilisierende Strategie. Dazu zählt eine stärker anti-zyklische Fiskalpolitik. Ab 2011 verließ Frankreich die Vernunft. Man verschwor sich, gemeinsam mit Deutschland auf bedingungslose Sparpolitik und begann – zunächst zaghaft – mit der Pflege der Lohnzurückhaltung. Dies hatte zuvor Deutschlands selbst unter günstigen globalen Bedingungen gründlich krankgemacht. Unter weniger

günstigen globalen Bedingungen durfte (und darf) die weniger offene französische Wirtschaft kaum ein anderes Schicksal erhoffen. Der Gleichschritt mit Deutschland führte zur Spaltung der Partner, einer Spaltung der Euro-Währungsunion mitten im Kern; Deutschland wirkt stark und überlegen, Frankreich krank und geschwächt.

Und so drängt man Frankreich heute von allen Seiten zu mehr von derselben Giftmischung: Frankreich müsse dringend seinen „dysfunktionalen“ Arbeitsmarkt „flexibilisieren“ und das Land wettbewerbsfähiger machen. Dabei müsse der Staat natürlich endlich auch seinen Haushalt ausgleichen. Das würde Frankreich dann wieder gesund und stark machen; glauben diejenigen, die nichts aus der Erfahrung gelernt haben und ihren bequemen Glauben an die Irrlehren der Mainstream-Wirtschaftstheorie nicht ablegen mögen.

Der Wettbewerbsnachteil Frankreichs gegenüber Deutschland gemessen an der Lohnstückkostenentwicklung ist nicht riesig, aber beträchtlich. Er liegt in der Größenordnung von 10-20 Prozent. Erzwingt man die Wiederherstellung eines Gleichgewichts über eine einseitige Anpassung Frankreichs mittels interner Abwertung, so würde dies einen neuen kräftigen deflationären Schock für Frankreich und die Euro-Währungsunion bedeuten. Nicht nur ist Frankreich an sich mit seinem 20-Prozent Anteil hierzu gewichtig genug. Eine interne Abwertung Frankreichs würde natürlich auch den Druck auf Italien und Spanien (sowie die anderen Euro-Partner) entsprechend erhöhen. Italien und Spanien müssen ähnlich hohe Wettbewerbsgewinne gegenüber Deutschland erzielen wie Frankreich. Speziell Italien mit seinem angeschlagenen Bankensystem wird eine neue Runde interner Abwertung per Troika-Giftmischung kaum überstehen können. Spanien zog bislang Vorteil aus der Tatsache den anderen beim Gewinnen von Wettbewerbsvorteilen vorausgeilt zu sein. Die viel tiefere akute Krise Spaniens hatte dies begünstigt. Ziehen Frankreich und Italien jetzt nach, gehen diese frühen Gewinne wieder verloren. Überhaupt stellt sich bei diesem Szenario einseitiger Anpassung durch interne Abwertung die kritische Frage, ob Deutschland „still halten“ würde, also nicht seinerseits durch frische innere Disziplin (sprich: verstärkter Lohnzurückhaltung) reagieren würde.

Alle Anzeichen aus Berlin deuten darauf hin, dass die deutsche Wirtschaftspolitik die Krise der Euro-Währungsunion und den kritischen deutschen Beitrag dazu noch immer nicht begriffen hat. Man sieht die notorischen deutschen Leistungsbilanzüberschüsse immer noch als Heil der Euro-Partner, wenn nicht der Menschheit an, träumt von Haushaltsüberschüssen bis zum Sankt-Nimmerleins-Tag, die den vermeintlichen Segen auf Erden bedeuten sollen. Man entgegnet ausländischer Kritik, indem man die EZB anklagt, durch ihre für deutsche Sparer und Banken so abträgliche Geldpolitik, worüber man

lautstark rumjammert, den Euro zu schwächen (Bentzien und Fairless 2016, McGee 2017, Fleming 2017). Man muss blind sein, nicht zu begreifen, dass die viel zu niedrige Lohn-Preisentwicklung in Deutschland – das Ergebnis deutscher Wirtschaftspolitik! – genau diese Geldpolitik und damit den für Deutschland viel zu schwachen Euro erzwingt – der dem Weltmeisterland der inneren Disziplin und Stabilität bequeme deutsche Leistungsbilanzüberschüsse in weltmeisterlicher Höhe beschert.

Sollte die derzeit unter deutscher Leitung verfolgte Anpassungsstrategie der Euro-Währungsunion irgendwie funktionieren und ein *internes* Gleichgewicht wiederherstellen, so müsste die Eurozone insgesamt Leistungsbilanzüberschüsse in deutschen Dimensionen (als Anteil am BIP) erzielen. Die Leistungsbilanzposition der Eurozone weist bereits heute einen Überschuss von knapp vier Prozent der BIP aus. Wer glaubt, Überschüsse in dieser Höhe könnten aufrechterhalten oder gar erhöht werden, sieht die Zeichen an der Wand nicht. Wenn uns nicht alles trügt, herrscht international heute gerade nicht mehr das Handels-Klima, das eine dem deutschen Modell verschriebene Euro-Währungsunion erdulden würde.

Die Euro-Währungsunion muss die notwendige interne Anpassung anders schaffen. Und sie wird in Zukunft eine andere Wirtschaftspolitik betreiben müssen als bislang. Sie braucht ein neues Modell, muss Strukturreformen an der fehlkonstruierten Währungsunion selbst vornehmen. Dies ist heute eigentlich keine Minderheitsmeinung mehr, sie ist zum Mainstream geworden. Selbst „Berichte der europäischen Präsidenten“ (Europäischer Rat/Van Rompuy 2012, Europäische Kommission 2015a) und Vorschläge der Europäischen Kommission (2017) ermahnen dazu die Euro-Währungsunion zu „vollenden“ um sie überlebensfähig zu machen. Allerdings sind die bislang durchgeführten Reformen und in diesen Berichten und Vorschlägen erwogenen Initiativen nicht unbedingt dazu geeignet, ihr Ziel zu erreichen. Wir werden diese Reformen und erwogenen Initiativen im Folgenden kritisch beleuchten, und zwar im Vergleich zur Währungsunion Amerikas, einer funktionierenden Währungsunion.

Was unterscheidet Europas Währungsunion von der funktionierenden Währungsunion Amerikas?

Der Vergleich mit Amerika bietet sich in der Tat an. Beide Volkswirtschaften bzw. Wirtschaftsräume sind vergleichbar groß, hochentwickelt und wohlhabend. Beide weisen dabei aber auch beträchtliche Heterogenität der Regionen auf. Natürlich ist Amerikas Währungsunion älter, sie ist auch eine politische Union und sie beinhaltet nur eine Nation – statt der vielen Nationen, die sich „in Vielfalt geeint“ in Europa währungspolitisch unter dem Euro vereint haben. Doch ungeachtet dieser sicher sehr wichtigen

gegensätzlichen politischen und kulturellen Hintergründe lassen sich auch wirtschaftliche Faktoren identifizieren, die den entscheidenden Unterschied in der Performance ausmachen.

Dabei ist zunächst einmal festzuhalten, dass es auch in Amerika große regionale Unterschiede der Wirtschaftsstrukturen und im Niveau der Einkommen gibt. Auch der Verlauf der Wirtschaftsentwicklung von Jahr zu Jahr innerhalb der US Währungsunion ist keineswegs gleichförmig und ausgeglichen. In den letzten Jahren war zum Beispiel die Entwicklung im Energiesektor – im Einklang mit der Ölpreisentwicklung, aber auch im Zusammenhang mit dem Schiefergas-Boom – ein maßgeblicher Faktor. In einigen US Bundestaaten ist die Erdöl- und Erdgasgewinnung eine wichtige Industrie. In vielen spielt sie überhaupt keine Rolle. Während des Booms boomten also insbesondere die erste Gruppe von Bundesstaaten. Dann wendete sich das Blatt und die „Öl-Bundesstaaten“ wurden zum konjunkturellen Schlusslicht. Entsprechend differenziert war auch die Beschäftigungsentwicklung.

Amerika hat also in den letzten Jahren einen „asymmetrischen Schock“ erlebt. Die Theorie der optimalen Währungsräume (TOW) stellt solche Schocks in den Mittelpunkt ihrer Untersuchung, Schocks, die verschiedene Länder oder Regionen eines Währungsraums unterschiedlich treffen. Eine gemeinsame einheitliche Geldpolitik ist dann nicht optimal. Sie muss sich am Durchschnitt der Entwicklung orientieren. Für einige Regionen wird sie zu locker, für andere zu straff sein. Es wäre eigentlich besser, wenn jedes Land oder jede Region seinen eigenen spezifischen geldpolitischen Kurs bestimmen könnte. Fragestellung der TOW ist dann, ob es irgendwelche Marktanpassungsmechanismen oder alternative Politikinstrumente gibt, die für die fehlende geldpolitische Autonomie einen Ausgleich schaffen könnten.

Die Literatur zur TOW hat hierzu insbesondere Faktormobilität als Ausgleichsmechanismus betont, speziell Arbeitsmobilität. Die Arbeitnehmer, die in den schrumpfenden Regionen arbeitslos werden, könnten ja in die wachsenden Regionen abwandern – sofern sie dazu bereit sind und nicht gehindert werden. Der empirische Befund ergab für Europa eine niedrigere Mobilität der Arbeitnehmer als in Amerika. Daraus wird dann gern gefolgert, man müsse Europas Arbeitsmärkte „liberalisieren“ und auch die Löhne unbedingt „flexibler“ machen. Mit anderen Worten Strukturreformen sollen den trägen Arbeitnehmern Beine machen, dann würde die Währungsunion auch besser funktionieren.

Die Realität ist nicht so schwarz-weiß einfach gestrickt wie es laut der TOW erscheinen mag. Der Aufstieg des amerikanischen Populismus, der im jüngsten US Präsidentschaftswahlkampf seine Wirkung entfaltete, wird in enger Verbindung mit dem Niedergang der amerikanischen Industrie und dem

Zurückbleiben bestimmter Regionen gesehen. Strukturwandel und Ausgleich durch Migrationsströme funktionieren in Amerika trotz legendär flexibler Arbeitsmärkte keineswegs reibungslos.

In Europa kann man große und anhaltende Nettomigrationsströme eigentlich gar nicht wollen. Das widerspricht dem EU Leitbild von der Vielfalt der Kulturen und der EU Verpflichtung nationale und regionale Kulturen zu schützen. Man schützt die griechische Kultur (zum Beispiel) aber nicht, indem man eine ganze Generation – und speziell die Jungen und die Fähigsten – zur Auswanderung aus wirtschaftlicher Not zwingt. Die Idee der Freizügigkeit in Europa steht für Freiheit, für ungehinderte (Brutto-)Migrationsströme in beide Richtungen, nicht für notbedingte Nettomigrationsströme. Diesem Ziel sollte demgemäß auch die Liberalisierung der Arbeitsmärkte dienen, nicht dem Lohndruck nach unten mittels gesteigerter Verwundbarkeit der Arbeitnehmer.

Tatsächlich hat die EU zu diesem Zweck eine eng begrenzte „Transfer-Union“ eingerichtet. Die EU Struktur- und Kohäsionsfonds sollen eine ausgeglichene Entwicklung innerhalb der EU unterstützen, um so das permanente Zurückfallen bestimmter Regionen und Abwanderung zu verhindern. Mitgliedsländer können parallel hierzu natürlich auch ihre eigene nationale Transfer-Union organisieren. In Deutschland ist diese Idee sogar in der Verfassung verankert: der Staat ist dazu verpflichtet, gleichwertige Lebensverhältnisse in Deutschland herzustellen.

Das Problem ist, dass Entwicklungsprozesse kumulativ sind: Setzt in einer Region Massenabwanderung ein, so schrumpft mit der Wirtschafts- auch die Steuerbasis und der Staat wird dann – sofern das Steuersystem keinen Ausgleich schafft – der Schrumpfung zum Beispiel durch Kappung der öffentlichen Infrastrukturinvestitionen hinterherhosparen. Das verstärkt solche Divergenzen dann nur noch weiter.

Die Bedeutung von Migration und Lohnflexibilität als Anpassungsmechanismus für kurzfristige asymmetrische Konjunkturverläufe wird von der Mainstreamtheorie überbewertet bzw. grundlegend missverstanden. Auch in Amerika fallen die Löhne im Konjunkturabschwung – oder in von Rezession betroffenen Regionen – nicht ins Bodenlose. Die Vorstellung, dass der amerikanische Arbeitsmarkt über flexible Geldlöhne „geräumt“ würde ist ein schlechtes Märchen. Die TOW unterstellt dabei übrigens jederzeit ausreichende Gesamtnachfrage im Währungsraum insgesamt. Die Anpassung an asymmetrische Schocks erfolgt also symmetrisch, der Rezession bestimmter Regionen steht konjunkturelle Überhitzung in anderen Regionen entgegen. Die wirtschaftspolitische Praxis der asymmetrischen Anpassung mittels Giftmischung aus Sparpolitik und Lohnsenkungen in Euro-

Defizitländern während das Euro-Überschussland neue Exportüberschüsse im Rest der Welt sucht aber ansonsten passiv bleibt, ist auch in der TOW so nicht vorgesehen.

Wenn es nicht die legendär flexiblen Arbeitsmärkte sind, was hilft Amerikas Währungsunion wirklich?

Kapitalmobilität und Finanzmarktintegration werden als weitere Anpassungsmechanismen gehandelt. Bei der Mobilität des Faktors „Kapital“ geht es hier weniger darum Fabriken in Region A abzubauen, um sie in der Region B wiederaufzubauen. Es geht vielmehr darum, ob die Bürger ihre Finanzanlagen nur regional oder aber landesweit „diversifizieren“. Bürger, die nur in Finanztitel der eigenen Wohnregion anlegen, werden so im Fall einer Krise quasi doppelt bestraft: neben dem Arbeitsplatz brechen gleichzeitig die Kurse und Erträge des persönlichen Finanzvermögens ein. Ist man dagegen gut „gestreut“, so schaffen steigende Kurse und Erträge aus Titeln anderer Regionen mit besserer Entwicklung einen gewissen Ausgleich. Je höher die Finanzintegration innerhalb der Währungsunion, umso besser wirkt dieser „Versicherungseffekt“ über den privaten Kapitalmarkt.

Nicht allein Kapitalanlagen in Form von Aktien und Rentenpapieren sind hier relevant, die im Mittelpunkt der TOW zu stehen scheinen. Ein weiterer wichtiger Faktor zur Rolle der Finanzintegration als potentieller Stabilisator sind die Banken und die Sicherstellung einer ausgewogenen Kreditversorgung im Währungsraum. Können Unternehmen und Haushalte und womöglich auch der Staat in der Krise weiterhin Kredite bekommen? Wenn bankenabhängige Schuldner keine Kredite bekommen können, dann verhindert dies Produktion und Anpassung entsprechend. In der Praxis und in einer integrierten Währungsunion ist das wiederum mit davon abhängig, ob die Banken selbst Kredite bekommen, etwa von anderen Banken. Wir haben die Bedeutung dieses Faktors im Fall Italiens hervorgehoben. Er gilt aber allgemein.

Ohne Frage hat Amerika in Sachen Finanzintegration und währungsunionsweiter Diversifikation einen Vorsprung gegenüber der Währungsunion Europas. Auch ist Amerikas Finanzsystem weniger bankenorientiert und beinhaltet vielerlei Finanzinstrumente und Finanzmärkte, die in Europa relativ unterentwickelt sind. Unternehmen und Haushalte haben so erweiterte Finanzierungsoptionen und sind weniger bankenabhängig. Auch haben die Banken selbst umfangreichere Möglichkeiten der Kapitalmarktfinanzierung oder können Kredite – einschließlich notleidender Kredite – verbriefen. So lautet es in der Theorie. In der Praxis erfordert dies auch staatliche Institutionen, die die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte sicherstellen können. In der EU versucht man jedenfalls über das

Projekt „Kapitalmarktunion“ (Europäische Kommission 2015b) in dieser Hinsicht amerikanischer zu werden.

In Europa hat der Grad der Finanzintegration und die grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit der Banken übrigens mit der Einführung des Euro rasant zugenommen. Ein Problem, und zwar schon lange vor Beginn der Krise, war aber auch hier, dass die Finanzströme in Europas Währungsunion stark unausgewogen waren, es gab sehr große und immer weiter anschwellende Nettoströme. Zu Nettofinanzströmen kommt es bei Leistungsbilanzungleichgewichten. Sie bedeuten, dass bestimmte Länder (bzw. Haushalte, Unternehmen und/oder der Staat dieser Länder) sich immer mehr im Ausland verschulden, andere Länder mit überschüssigem Finanzierungssaldo gegenüber dem Ausland dagegen entsprechend wachsende Nettoauslandsforderungen anhäufen. Der oben genannte Versicherungsgedanke basiert auf ausgeglichenen Bruttoströmen. Anhaltende Nettoströme (aufgrund anhaltender Leistungsbilanzungleichgewichte) enden in fragilen Gläubiger-Schuldnerbeziehungen. Sie leisten keinen Beitrag zur gegenseitigen Versicherung und Stabilisierung. Sie führen letztlich zur Destabilisierung und zu Konflikten. Das ist in der TOW natürlich nicht so vorgesehen. Es passiert aber, wenn die Über-Strategen des Merkantilismus nichts von Makroökonomik und Finanzen verstehen.

Wir sind somit bei der kritischen Frage angelangt, wie und warum es in Europas Währungsunion zu anhaltenden Leistungsbilanzungleichgewichten gekommen ist und warum Europa beim Ausbrechen der dadurch bedingten Krise keine geeignete wirtschaftspolitische Gegenwehr geleistet hat.

Auch in Amerika kann es zu internen „Leistungsbilanzungleichgewichten“ und zu regionalen Banken- und Finanzkrisen kommen. In der Tat war das Ungewöhnliche an der „Großen Rezession“, dass sie eine landesweite Immobilien- und Bankenkrise umfasste. Das hatte es seit der Großen Depression in Amerika so nicht gegeben. Vorher waren solche Krisen eher regional statt national. Ein entscheidender Unterschied zu Europa ist aber, dass der Zusammenbruch von Banken, auch und insbesondere der großen („systemischen“) Banken, die in der Krisenregion vielleicht besonders engagiert waren, nicht den jeweiligen Bundestaat in eine „Staatsschuldenkrise“ reißen kann. In Europas WWU war genau das der Fall: der berühmt-berüchtigte „Teufelskreis“ zwischen Staat und Banken. So hat der irische Staat versucht, die irischen Banken zu retten und der spanische Staat die spanischen Banken; genauso wie Deutschland seine eigenen bankrotten Banken teuer gerettet hat – dabei nur nicht selbst Bankrott ging oder von den Finanzmärkten attackiert wurde.

In Amerika ist das dagegen letztlich Sache der Bundesregierung. Bankenregulierung und -aufsicht, die Einlagensicherung, die Zentralbankrolle der Retterin der letzten Instanz („lender of last resort“) und die Frage der Bankenrestrukturierung bzw. der fiskalischen Deckung, all diese Aufgaben sind letztlich in der Verantwortung der Bundesregierung.

In Europa versucht man, dieses kritische Defizit durch die „Bankenunion“ zu beheben. Bei der Regulierung wird stärker auf ein einheitliches Regelwerk gesetzt, die gemeinsame Aufsicht, die man der EZB übertragen hat, soll die einheitliche Anwendung und Einhaltung sicherstellen. Auch einen einheitlichen Abwicklungsmechanismus hat man eingerichtet. Eine wahre Bankenunion braucht aber auch eine gemeinsame Einlagensicherung, und die EZB sollte anstelle der nationalen Zentralbanken als Retterin der letzten Instanz bei Bankenkrisen agieren. Hierfür müsste man aber auch eine gemeinsame fiskalische Deckung der Banken bzw. des integrierten Bankensystems schaffen. Mit anderen Worten, Europas Währungsunion braucht auch eine Fiskalunion.

Nicht nur die Bankenunion braucht eine Fiskalunion, um eine wirkliche Bankenunion sein zu können, und den Banken-Staat Teufelskreis wirksam zu durchbrechen. Überhaupt und unabhängig von der Bankenfrage braucht Europas Währungsunion eine Fiskalunion. Dies ist der bei weitem wichtigste Unterschied zu Amerikas Währungsunion.

Einige Beobachter glauben, dass Europas Währungsunion mit dem sogenannten Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) bereits eine Art Fiskalunion sei, wie man sie für das Funktionieren und Überleben einer Währungsunion souveräner Staaten brauche. Man müsse nur dafür sorgen, dass der Pakt endlich von allen Mitgliedern eingehalten wird. Daher hat man sich ja unter deutscher Anleitung auch auf den Fiskalkompakt geeinigt. In der Tat zielen alle Bestrebungen der deutschen Seite nur in diese eine, die Nationalstaaten weiter entmachtende Richtung, bieten aber nichts Positives, das der Funktionsfähigkeit der Euro-Währungsunion dienlich wäre. Gäbe es einen gemeinsamen „Euro Finanzminister“, so wäre dessen Aufgabe aus deutscher Sicht allein die nationalen Finanzminister zur Sparpolitik anzutreiben und ihnen notfalls auf die Finger zu hauen. Über-Disziplin ohne Ende und bis in den Abgrund.

Die deutsche Sichtweise erkennt die Lage völlig. Der SWP klammert die in einer Währungsunion entscheidenden Funktionen einer Fiskalunion grundsätzlich aus. Nicht minder schlimm: Die bestimmte Funktion, die der SWP erfüllen soll, nämlich das Begrenzen der nationalen Haushaltsdefizite, kann er überhaupt nicht erfüllen, weil entscheidende makroökonomische Zusammenhänge dabei völlig übersehen werden.

Manche Verantwortlichen Europas scheinen die kritische Fehlkonstruktion des Euro in Sachen Fiskalpolitik heute zumindest teilweise verstanden zu haben. Der „Fünf-Präsidenten-Report“ (Europäische Kommission 2015a) erwähnt den Nutzen einer zentralen fiskalischen Kapazität, die in Europas Währungsunion heute gänzlich fehlt. Das jüngste „Reflektionspapier“ der Europäischen Kommission (2017) schlägt in die gleiche Kerbe, wenngleich es letztlich sehr vage bleibt darüber, was genau zentral organisiert werden muss und wie.

Amerika hat den zentralen Haushalt der Bundesregierung in Washington DC. Die Geschehnisse im amerikanischen Kongress in den letzten Jahren zur Haushaltspolitik waren in der Tat abschreckend. Es gibt auch in der Demokratie keine Garantie, dass politische Macht zweckmäßig und zum Wohl der Gemeinschaft eingesetzt werden – statt destruktiv und zu unlauteren Zwecken missbraucht zu werden. Politische Macht in der Euro-Währungsunion konstruktiv und zum Gemeinschaftswohl zu organisieren, ist eine Herausforderung. Wie dem auch sei, der Bundeshaushalt ist das entscheidende Instrument, das Amerikas Währungsunion zusammenhält. Es ist der Bundeshaushalt, der Amerika als Ganzes stabilisiert, und der im Fall asymmetrischer Schocks auch einen gewissen stabilisierenden Ausgleich unter den divergierenden Bundesstaaten oder Regionen herbeiführt (Dreyer und Schmidt 2015).

Diese „gegenseitige Versicherung durch fiskalische Mittel“ geschieht dabei automatisch durch Instrumente wie die Bundeseinkommensteuer und die Bundessozialversicherungssysteme. Staaten, die in einer Rezession sind, zahlen automatisch weniger, Staaten, die boomen, zahlen automatisch mehr – ohne, dass darüber irgendjemand diskutieren oder streiten würde. Und weil diese Instrumente entsprechend gestaltet sind, findet dabei implizit auch eine Umverteilung von den reicheren an die ärmeren Staaten statt.

Die Staatsausgaben leisten ein Übriges. Sofern sie im Abschwung nicht automatisch hinreichend stark zunehmen, kann der Kongress etwaige Beschlüsse zur Konjunkturstützung treffen. Dabei gibt es keine „Schuldenbremse“ im Sinne einer Auflage den Haushalt auszugleichen.¹⁴ Das ist ungemein wichtig, weil auf der Ebene der US Bundesstaaten derartige Verpflichtungen zum Haushaltsausgleich bestehen. Die Bundesstaaten betreiben also insbesondere in der Rezession tendenziell prozyklische Fiskalpolitik. In Amerika gibt es also auf Ebene der Bundesstaaten einen Disziplinator, der dem SWP ähnlich ist. Nur funktioniert er auch. Und genau, weil er funktioniert und um den gesamtwirtschaftlichen Schaden

¹⁴ Es gibt allerdings eine sogenannte „Schuldengrenze“, die in den letzten Jahren aus unlauteren Motiven von der Kongressmehrheit politisch missbraucht wurde.

daraus zu verhindern oder zu begrenzen, muss die Bundesregierung fiskalpolitisch gegensteuern. Es ist dieser Faktor, der Amerika wirksam stabilisiert – sofern in Washington nicht die Unvernunft regiert.

Auch in Europa wurde dank des SWP in der Krise prozyklische Fiskalpolitik betrieben. Den Euro-Krisenländern verabreichte man sogar die äußerst wirksame Troika-Giftmischung. In der Euro-Währungsunion hat aber niemand gegengesteuert – abgesehen von den ausufernden Leistungsbilanzüberschüssen der Eurozone, also den Käufern aus dem Rest der Welt, die die Euro-Währungsunion zumindest über Wasser hielten.

Selbst die EZB hat lange nur das dringend Nötigste getan, um den Zusammenbruch des Bankensystems zu verhindern, hat sich aber ansonsten konjunkturpolitisch bis 2014 zurückgehalten. Auch diese Zurückhaltung war zumindest teilweise wohl durch die Tatsache begründet, dass Europas Währungsunion keine Fiskalunion ist. Die EZB steht beim Ankauf nationaler Staatstitel sofort im Verdacht, Fiskalpolitik zu betreiben und bestimmte Länder „monetär zu finanzieren“. Die Federal Reserve tut das übrigens auch nicht. Die kauft grundsätzlich nur Bundestitel. Nur kann die EZB keine Bundestitel kaufen, weil es sie nicht gibt. Genauso wie es eine wahre Bankenunion nicht geben kann, solange es keine gemeinsame fiskalische Deckung gibt, die auf der Macht zur Emission gemeinsamer Schuldtitel basiert.

Man kann es also drehen und wenden wie man will, letztlich ist die fehlende Fiskalunion das kritische Manko von Europas Währungsunion. Das derzeitige Regime kann überhaupt nicht funktionieren. Die öffentliche Verschuldung der Euro-Mitgliedsländer will man reduzieren. Sie haben mit dem Verlust ihrer monetären Souveränität letztlich auch ihre fiskalische Souveränität verloren. Durch den SWP und den Fiskalpakt sind sie dazu vergattert, für immer ausgeglichene (strukturelle) Haushalte anzustreben, also langfristig keine (oder nur sehr geringe) Schulden zu machen. Mit anderen Worten, der Finanzierungssaldo des Staates soll über den Konjunkturzyklus betrachtet bei null liegen. In einer geschlossenen Volkswirtschaft bedeutet dies, dass die Summe der Finanzierungssalden der Unternehmen und privaten Haushalte ebenfalls im Durchschnitt null betragen muss. Wir haben in dieser Studie die Konstellation der Finanzierungssalden der vier großen Euro-Mitgliedsländer untersucht. Unterstellt man einen im Durchschnitt ausgeglichenen Finanzierungssaldo des Auslands, so wären die dem SWP zugrundeliegenden Hirngespinnste offensichtlich.

Deutschland macht es vor, was das Fiskalregime der Euro-Währungsunion de facto bedeutet: man baut darauf, dass das Ausland bereitwillig dauerhaft entsprechend höhere Schulden macht, um das deutsche

private und öffentliche Sparen zu ermöglichen. Deutschland mahnt aber beständig die anderen, dass Schuldenmachen eigentlich nicht stabilitätsorientiert ist. In Italien und Spanien sahen wir eine deutliche Entwicklung in Richtung der deutschen Konstellation der sektoralen Finanzierungssalden. Nur Frankreich muss noch stärker auf Kurs gebracht werden. Wir betonen nochmals, dass die Verfolgung des deutschen Modells für die Eurozone insgesamt illusionär ist. Wer auf diese Illusion baut, macht die Rechnung ohne den Wirt. Die Weltgemeinschaft wird es auf Dauer nicht tolerieren.

Die öffentliche Verschuldung der Mitgliedsländer – und damit deren Verwundbarkeit – wird sich nur reduzieren lassen, wenn man stattdessen gemeinsame Haushaltsdefizite organisiert und dazu gemeinsame Schuldtitel emittiert. Die Eurozone insgesamt muss das Schuldenmachen anstelle der Länder übernehmen. Die heutige Konstruktion, wonach es letztlich auf keiner Staatsebene Haushaltsdefizite geben darf, basiert auf Illusionen und kann nicht funktionieren. Erst das Schuldenmachen im Zentrum würde den SWP überhaupt funktionsfähig machen.

Von diesem Punkt abgesehen, muss die Eurozone Amerikas Fiskalunion nicht in Gänze replizieren, die weitere finanz- und sozialpolitische Funktionen umfasst. Aber diese eine Funktion ist wirklich kritisch: Die öffentlichen Schulden werden in Amerika überwiegend von der Bundesregierung aufgenommen. Dort sind sie auch sicher. Denn die Bundesregierung hat die Federal Reserve an ihrer Seite, die diese Bundestitel zu geldpolitischen Zwecken problemlos ankaufen kann. Die US Bundesstaaten dagegen haben sehr niedrige Schulden, zwischen 10-20 Prozent ihres BIP (die ebenfalls zur Finanzierung von öffentlichen Investitionen aufgenommen werden). Das ist auch richtig so, denn die US Bundestaaten haben ähnlich wie die Euro-Mitgliedsstaaten keine Zentralbank als „lender of last resort“ an ihrer Seite.

Wie sollte man also am besten das gemeinsame Schuldenmachen organisieren? Ein konkreter Vorschlag hierzu liegt vor: der „Euro-Schatzamts-Plan“ (Bibow 2013d, 2016c). Dieser Vorschlag würde eine minimalistische Fiskalunion schaffen, die keine Transferunion ist.

Laut Entwurf würde das Euro-Schatzamt die zukünftigen öffentlichen Investitionen der Eurozone als Pool vereinen und durch echte gemeinsame Anleihen finanzieren. Die Regierungen der Mitgliedsländer legen dazu das Anfangsvolumen (z.B. 3 Prozent des BIP) sowie die jährliche Wachstumsrate der öffentlichen Investitionen im Währungsraum in der Folgezeit fest (z.B. 5 Prozent). Das Euro-Schatzamt arbeitet dann im Prinzip gemäß einer strikten Regel. Die Eurozone würde stetig in die gemeinsame Infrastruktur investieren, während der Bestand der gemeinsamen Euro-Schatzamt-Anleihen, der diese Infrastruktur

finanziert, gegen Ende des Jahrhunderts auf ein stationäres Gleichgewichtsniveau von 60 Prozent des BIP konvergiert (unter der Maastricht Annahme von 5 Prozent Wachstum des nominellen BIP).

Es findet hierzu keinerlei Vergemeinschaftung existierender („alter“) Staatsschulden statt. Für diese bleiben alleine die Mitgliedstaaten verantwortlich, und auch die Nicht-Haftungsklausel bleibt weiterhin bestehen (bzw. wird wiederbelebt). Es geht allein um zukünftige gemeinsame Schuldenfinanzierung zukünftiger öffentlicher Investitionen.

Das Euro-Schatzamt wird dabei die Investitionen nicht selber tätigen. Stattdessen wird es entsprechende Investitionszuschüsse an die Regierungen der Mitgliedstaaten verteilen, die genau ihrem Anteil am BIP der Eurozone entsprechen. Da auch die Zinszahlungsverpflichtungen für die gemeinsamen Anleihen auf Basis der BIP-Anteile der Mitgliedstaaten berechnet werden, wird Umverteilung – also die in Deutschland so verhasste „Transfer-Union“ – per Design ausgeschlossen. Der EU-Haushalt bleibt also das einzige Instrument jeglicher innerregionalen Umverteilung innerhalb der EU (und Eurozone).

Der „Fünf-Präsidenten-Report“ spricht von einem „Euro-Schatzamt“, sieht aber Entscheidungsfreiheit der Finanzminister vor. Das wäre natürlich noch besser, unterstellt man einmal die Finanzminister der Eurozone würden entsprechenden Sachverstand entwickeln und anwenden. Das Problem ist: in einer Demokratie erfordert diese Lösung Rechenschaftspflicht und demokratische Kontrolle.

Das Euro-Schatzamt dagegen arbeitet strikt regelgebunden. Es ist politisch geboten, die vom Euro-Schatzamt finanzierten gemeinsamen öffentlichen Investitionen an eine strikte Regel zu knüpfen, solange sich die Eurozone nicht zu einer vollwertigen parlamentarischen Demokratie entwickelt hat. Das Steuererhebungsrecht des Euro-Schatzamts ist dabei strikt auf Einnahmen zur Bedienung der Zinsen auf die gemeinsamen Schulden und zur Stabilisierung der Schuldenquote auf ihrem Zielniveau begrenzt. Die Mitgliedsländer könnten und müssten den SWP dann auch wirklich einhalten, allerdings nur auf ihre laufenden Ausgaben angewendet, da die Investitionen ja durch den zentralen gemeinsamen Investitionshaushalt beglichen werden.

Der Vorschlag tastet die Alt-Schulden der Mitgliedsländer nicht an. Er wird auch zukünftig Divergenzen der Lohnstückkostenentwicklung nicht unterbinden, die zur Eurokrise führten. Dazu gibt es auch in Amerika neben Marktanpassungen keinen entsprechenden politischen Mechanismus. Vielleicht liegt das wahre Geheimnis der „Flexibilität“ der amerikanischen Arbeitsmärkte darin, dass Bundestaaten kaum die politische Macht haben gezielte „Lohnzurückhaltung“ zu organisieren, um permanente Exportüberschüsse zu erzielen. Auf derart destruktive Ideen kommt man vielleicht auch nur im

„stabilitätsorientierten“ Deutschland. Nur dumm, dass man die Partner so letztlich in den Ruin treibt und dem deutschen Steuerzahler damit eine Transfer-Union durch die Hintertür präsentiert.

8. Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik: Plädoyer für eine Abkehr vom Neoliberalismus

In Europas Währungsunion hat man es zugelassen, dass Divergenzen und Ungleichgewichte entstehen konnten, die in einer Währungsunion, speziell einer Währungsunion, die keine Fiskal- und Transferunion ist und sein will, nicht entstehen dürfen. Die (absehbare) Krise brach dann auf eine fehlkonstruierte Währungsunion, die keine automatische Krisenabwehr bereithielt. Die improvisierte Krisenbekämpfung unter deutscher Führung setzte blind auf allgemeine Sparpolitik und asymmetrische Anpassung durch die Defizit- und Schuldnerländer allein. Das Ergebnis der Troika-Giftmischung war ein krasses Desaster, speziell für die Eurokrisenländer (die erste Studie berichtete hierzu), aber auch für die Eurozone insgesamt, die bis heute extrem fragil und vom Zusammenbruch bedroht bleibt.

Diese Studie konzentrierte sich auf die vier großen Euro-Mitgliedsländer Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Deutschland hat eine lange Tradition, durch innere Disziplin dauernde Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen. Mit dem Export der Stabilitätskultur in die Euro-Partnerländer hätte Deutschland sein altes Modell einmotten müssen. Dies zu unterlassen führte zur Eurokrise. Frankreichs wirtschaftspolitische Traditionen sind besser geeignet, als Inspiration für die Euro-Währungsunion zu dienen. Frankreichs heutige Krise begann mit dem Einlenken auf den deutschen Kurs ab 2011. Frankreichs eigentliches Problem ist dem von Italien und Spanien gleich: alle drei Länder müssen ihre Wettbewerbsposition gegenüber Deutschland verbessern. Gegenüber dem Rest der Welt mangelt es ihnen beim heutigen Wechselkurs nicht an Wettbewerbsfähigkeit. Nicht sie sind das Problem, sondern Deutschland (Flassbeck und Lapavistas 2015).

Der Lösung des Problems stehen allerdings nicht nur intellektuelle Hürden im Weg. Die Euro-Währungsunion ist auch grundlegend fehlkonstruiert und in der heutigen Form nicht überlebensfähig. Im Vergleich zu Amerika fehlt Europas Währungsunion in erster Linie eine Fiskalunion, zumindest eine minimalistische Fiskalunion, wie wir sie hier kurz skizziert haben. Die hätte man am besten in 1999 errichtet, spätestens aber bei Einbruch der Eurokrise. Stattdessen konzentrierte man sich damals darauf den „dummen“ Pakt noch dümmer zu machen und Europa in eine existentielle Krise zu treiben.

Heute herrscht viel Euphorie darüber, dass die jüngsten Wahlen in Frankreich nicht im populistischen Albtraum endeten. Diese Euphorie ist aber mit der Erwartung und allgemeinem Druck auf Frankreich

verbunden, endlich auf den vermeintlich so erfolgreichen deutschen Pfad der „Flexibilisierung“ der Arbeitsmärkte einzuschlagen, um Frankreichs Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen.

Wir warnen vor der implizierten asymmetrischen Anpassung und internen Abwertung Frankreichs. Der Druck auf Italien und Spanien, die sich in einer ähnlichen Situation befinden, würde entsprechend steigen, eine Lawine interner Abwertungen – ein kollektiver Versuch aller Länder gleichzeitig ihre Wettbewerbsposition zu verbessern, also das Äquivalent eines Abwertungswettlaufs innerhalb einer Währungsunion – würde losgetreten. Die Eurozone würde den so erzeugten deflationären Schock kaum standhalten können.

Stattdessen gilt es eine symmetrische Anpassung aller Euro-Partnerländer bei ausgewogener und kräftiger Binnennachfrageentwicklung zu organisieren. Die internationale Situation ist derart, dass man zügig sinkende Leistungsbilanzüberschüsse der Eurozone unterstellen sollte statt auf der Hoffnung permanenter und weiter anschwellender Überschüsse Luftschlösser zu erbauen. Deflation und Stagnation in den Defizitländern darf nicht länger toleriert werden. Die interne Anpassung muss bei Einhaltung der vereinbarten Stabilitätsnorm von zwei Prozent stattfinden. Symmetrische Anpassung erfordert eine expansivere deutsche Fiskalpolitik und deutsche Lohn- und Preisinflation, die – logisch zwingend – deutlich über zwei Prozent liegt.¹⁵

Der gemeinsame Expansionskurs lässt sich über den hier vorgeschlagenen Euro-Schatzamts-Plan organisieren. Der Plan setzt auf eine Verstärkung und Verstetigung der öffentlichen Investitionen. Die Schulden hierzu werden gemeinsam eingegangen, Investitionszuschüsse und Zinslasten aber gemäß den BIP-Anteilen der Mitgliedsländer aufgeteilt, um eine Transfer-Union per Design auszuschließen. Sie bleibt eine Aufgabe für die längerfristige Zukunft – es sei denn Deutschland wird sie durch permanente Lohnunterbietung schon früher erzwingen.

¹⁵ In einer Rede in London im März 2012 hatte Bundesbankpräsident Jens Weidmann einer symmetrischen Anpassung eine klare Absage erteilt. Die deutsche Sichtweise erfordere vielmehr, argumentierte er, dass sich allein die Defizitländer anpassen, diese müssten schließlich ihre verlorene Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen. Für ihn stellte sich das Problem in der Frage: „How can Europe succeed in this world if we willingly give up our hard-won competitiveness?“ (Weidmann 2012). Selbst heute noch wehren sich die deutschen Verantwortlichen gegen die zaghaften Ratschläge des IWF (2017b), die interne Anpassung der Eurozone stärker zu unterstützen, und zwar mit der Entschuldigung, man könne mit der Wirtschaftspolitik Marktprozesse halt nicht beeinflussen. Natürlich könnte man direkt damit beginnen, die deutsche Beamtenbesoldung kräftig zu erhöhen. Das hat man in die andere Richtung zwecks Lohnmoderation und Sparpolitik schließlich auch beharrlich betreiben können. Dazu könnte man auch ein „Bündnis für den Euro“ organisieren, um eine nationale Agenda für stärkere Lohnerhöhungen zu inspirieren, genauso wie man ab Mitte der neunziger Jahre eine nationale Agenda zur Lohnmoderation erschuf, etwa durch das „Bündnis für Arbeit“.

Dies ist kein wirklich radikaler Vorschlag. Er konzentriert sich auf das Mindeste und Dringendste, das es zum Überleben des Euro sicherzustellen gilt. Dies erfordert allerdings eine radikale Abkehr sowohl vom deutschen Neo-Merkantilismus als auch vom Neoliberalismus, denen der permanente Druck auf die Löhne gemein ist. Im Ergebnis ist beiden auch gemein, dass sie eine Schwächung der Arbeitnehmer und eine Umverteilung von Einkommen und Vermögen nach oben zu erreichen versuchen. Der Euro dagegen sollte ein Mittel zur Erreichung gemeinsamer Prosperität und Stabilität sein. Bisher hat er für die große Mehrheit der Bürger der Eurozone dieses Versprechen nicht einlösen können. Man wird die Arbeitnehmer und Wähler der Eurozone nicht unendlich lange an der Nase herumführen können. Der unreformierte Euro, konstruiert und gelenkt nach den Prinzipien des Ordo- und Neoliberalismus, bleibt eine tickende Zeitbombe.

Literatur

- Allen, C. (1989). The underdevelopment of Keynesianism in the Federal Republic of Germany. In P. Hall (ed.), *The Political Power of Economic Ideas: Keynesianism across Nations*. Princeton: Princeton University Press.
- Banco de España (2017). Quarterly Report on the Spanish Economy, Economic Bulletin 1/2017.
- Bentzien, H. und Fairless, T. (2016). Germany's Schäuble: Time is near to end central banks' easy money policies, finance minister makes remarks amid growing criticism in Germany of European Central Bank, Wall Street Journal, April 9.
- Bibow, J. (2005). Germany in crisis—The unification challenge, macroeconomic policy shocks and traditions, and EMU. *International Review of Applied Economics* 19(1): 29–50.
- Bibow, J. (2006). The euro area drifting apart—Does reform of labor markets deliver competitive stability or competitive divergence? in European Trade Union Confederation (ETUC) (ed.) *Structural Reforms and Macro-Economic Policy*. Brussels: European Trade Union Confederation.
- Bibow, J. (2007). How the Maastricht regime fosters divergence as well as instability. In P. Arestis, E. Hein, and E. Le Heron (ed.), *Monetary Policies—Modern Approaches*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan.
- Bibow, J. (2009a). On the origin and rise of central bank independence in West Germany. *European Journal of the History of Economic Thought* 16(1): 155–90.
- Bibow, J. (2009b). Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty: Liquidity Preference Theory and the Global Financial Crisis. London, New York: Routledge.

- Bibow, J. (2010). Zur (Re-)Etablierung zentralbankpolitischer Institutionen und Traditionen in West-Deutschland: Theoretische Grundlagen und politisches Kalkül (1946–1967). In C. Scheer (ed.), *Die deutschsprachige Wirtschaftswissenschaft in den ersten Jahrzehnten nach 1945*, Band XXV Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie. Berlin: Duncker & Humblot.
- Bibow, J. (2013a). The Euroland crisis and Germany's euro trilemma. *International Review of Applied Economics* 27(3): 360–85.
- Bibow, J. (2013b). Germany and the Euroland Crisis: The Making of a Vulnerable Haven. Levy Economics Institute, Working Paper no. 767. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.
- Bibow, J. (2013c). On the Franco-German euro contradiction and ultimate euro battleground. *Contributions to Political Economy* 32: 127–49.
- Bibow, J. (2013d). Lost at sea: The euro needs a Euro Treasury. IMK Study no. 35, November. Dusseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. Available at: http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_study_35_2013
- Bibow, J. (2015a). The euro's savior? Assessing the ECB's crisis management performance and potential for crisis resolution. IMK Study No. 42, June. Dusseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Bibow, J. (2015b). Die Euro-Währungsunion benötigt ein Euro-Schatzamt zum überleben, Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO direkt Nr. 34/2015, Bonn.
- Bibow, J. (2016a). Der verspätete Aktivismus der EZB: Zwischen Hoffnung und Verzweiflung, Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO Diskurs 25/2016, Bonn.
- Bibow, J. (2016b). Private debt bonanza, public debt legacies: the eurozone's experience with liberalized private finance under its ill-designed currency union, Private Debt Project, January, <http://privatedebtproject.org/view-articles.php?Private-Debt-Bonanza-Public-Debt-Legacies-The-Euro-Zone-s-Experience-With-Liberalized-Private-Finance-Under-Its-Ill-Designed-Currency-Union-5>
- Bibow, J. (2017). How Germany's anti-Keynesianism has brought Europe to its knees, Levy Economics Institute, Arbeitspapier Nr. 886, März. <http://www.levyinstitute.org/publications/how-germanys-anti-keynesianism-has-brought-europe-to-its-knees>
- Bibow, J. und Flassbeck, H. (2017). Fiskalische Austeritätspolitik und Lohnsenkung: Eine fatale, aber unverstandene Kombination als "Anpassungs-Programm" in den Eurokrisenländern. Chambre des Salaries Luxembourg und Arbeiterkammer des Saarlandes, AK Texte [https://www.arbeitskammer.de/fileadmin/user_upload/ak_download_datenbank/Publikationen/AK_Texte/Fiskalische Austeritätspolitik und Lohnsenkung als Anpassungspolitik fuer....pdf](https://www.arbeitskammer.de/fileadmin/user_upload/ak_download_datenbank/Publikationen/AK_Texte/Fiskalische_Austeritaetspolitik_und_Lohnsenkung_als_Anpassungspolitik_fuer....pdf)
- Bofinger, P. (2016). German macroeconomics: the long shadow of Walter Eucken. In George Bratsiotis and David Cobham (eds.), *German macro: how it's different and why that matters*. European Policy Center, publication 6497, April. Brussels: European Policy Center. Available at: http://www.epc.eu/pub_details.php?pub_id=6497

- Caixa (2017). A new *El Dorado* for the Spanish economy, Caixa Bank Research, June.
- Charrel, M. (2017). Les mesures fiscales du gouvernement pourraient creuser les inégalités, *Le Monde Economie*, 12. Juli, http://www.lemonde.fr/economie/article/2017/07/12/les-mesures-fiscales-du-gouvernement-pourraient-creuser-les-inegalites_5159439_3234.html
- Chassany, A.-S. (2017). Emmanuel Macron makes first move in fasttrack labour reforms: New president unveils measures aimed at creating more flexible jobs market, *Financial Times*, 28. Juni, <https://www.ft.com/content/c1677396-5c0a-11e7-b553-e2df1b0c3220?mhq5j=e1> .
- Dawber, A. (2016). Spain enjoys tourism boom as terror fears stifle rival regions, *Financial Times*, 8. August, <https://www.ft.com/content/dd767d3a-5a66-11e6-8d05-4eaa66292c32?mhq5j=e1> .
- De Boissieu, C. und Pisani-Ferry, J. (1999). The political economy of French economic policy in the perspective of EMU. In: B. Eichengreen und J. Frieden, (Hrsg.) *Forging an Integrated Europe*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Deutsche Bundesbank (2011). Deutschlands Zahlungsbilanz für das Jahr 2010, Monatsbericht, März, 17-37.
- Dillard, D. (1985). The Influence of Keynesian Thought on German Economic Policy. in H. Wattel (ed.), *The Policy Consequences of John Maynard Keynes*. Armonk: M.E. Sharpe.
- Dreyer, J.K. und Schmid, P.A. (2015). Fiscal federalism in monetary unions: hypothetical fiscal transfers within the Euro-zone, *International Review of Applied Economics*, vol. 29, No. 4, 506–532.
- Dustmann, C., B. Firzenberger, U. Schönberg, und A. Spitz-Oener. (2014). From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy. *Journal of Economic Perspectives* 28(1): 167–88.
- Dyson, K., and K. Featherstone. (1999). *The Road to Maastricht: Negotiating EMU*. Oxford: Oxford University Press.
- The Economist*. 2014. Hail, the Swabian housewife. February 1. Available at: <http://www.economist.com/news/europe/21595503-views-economics-euro-and-muchelse-draw-cultural-archetype-hail-swabian>
- Eichengreen, B.S. (2007). *The European Economy since 1945: Coordinated Capitalism and Beyond*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Erhard, L. (1950). Brief an Wilhelm Vocke vom 2. August 1950. Abgedruckt in: Ludwig-Erhard-Stiftung (1986). *Die Korea-Krise als ordnungspolitische Herausforderung der deutschen Wirtschaftspolitik: Texte und Dokumente*, Gustav Fischer Verlag: Stuttgart und New York.
- Erhard, L. (1957). *Wohlstand für Alle*, Econ-Verlag, Düsseldorf.
- Eucken, W. (1940). *Grundlagen der Nationalökonomie*. Berlin: Springer.

Eucken, W. (1952). *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. Tübingen: Mohr Siebeck.

Europäische Kommission (2012). Current account surpluses in the EU, European Economy 9/2012.

Europäische Kommission (2015a). Die Wirtschafts- und Währungsunion vollenden, vorgelegt von J.-C. Juncker in enger Zusammenarbeit mit Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz [„Five Presidents’ Report“], 22. Juni, https://ec.europa.eu/priorities/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en

Europäische Kommission (2015b). Building a capital markets union [by 2019], Green Paper, <http://euro-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN>

Europäische Kommission (2017). Reflection paper on the deepening of the economic and monetary union, 31. Mai, https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf

Europäischer Rat/Van Rompuy, H. (2012). Towards a Genuine Economic and Monetary Union, Report by the President of the European Council, in collaboration with the Presidents of the Commission, the Eurogroup and the ECB [“Four Presidents’ Report”], 5 December. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf

Europäische Zentralbank (2017). ECB Economic Bulletin, Issue 3, Box: Assessing labour market slack https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201703_03.en.pdf und Box: Recent developments in youth unemployment https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebbox201703_02.en.pdf?328d16d22579a9369340a884975879cb

Feld, L.P., E.A. Köhler, und D. Nientiedt. (2015). Ordoliberalism, pragmatism and the Eurozone crisis: how the German tradition shaped economic policy in Europe. Walter Eucken Institut, Discussion Paper no. 15/04. Freiburg im Breisgau: Walter Eucken Institut.

Fels, G., und H.-P. Fröhlich. (1987). “Germany and the world economy: A German view.” *Economic Policy* 2(4): 177–95.

Flassbeck, H. (1997). Und die Spielregeln für die Lohnpolitik in einer Währungsunion? *Frankfurter Rundschau*, October 31. Available at: http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/FR_Dokumentation_DRS_Freitag_31-10-1997_2.pdf

Flassbeck, H. (2007). Wage divergences in Euroland: Explosive in the making, in: J. Bibow and A. Terzi (Hrsg.) *Euroland and the World Economy – Global Player or Global Drag?*, Basingstoke und New York: Palgrave Macmillan, S. 43-52.

- Flassbeck, H.; Spiecker, F. (2005). Die deutsche Lohnpolitik sprengt die Europäische Währungsunion, WSI Mitteilungen, Nr. 12/2005.
- Flassbeck, H.; Spiecker, F. (2007): Das Ende der Massenarbeitslosigkeit, Westend Verlag, Frankfurt a. M.
- Flassbeck, H.; Spiecker, F. (2015). Statistiken zur Wende in Spanien – Und täglich grüßt das Murmeltier, 28. Juli, Makroskop, <https://makroskop.eu/2015/07/statistiken-zur-wende-in-spanien-und-taeglich-gruesst-das-murmeltier/>
- Flassbeck, H.; Lapavistas, C. (2015): Nur Deutschland kann den Euro retten, Westend Verlag, Frankfurt a. M.
- Fleming, S. (2017). Schäuble: Germany cannot address trade surplus with US on its own, Financial Times, March 16.
- Giersch, H., K.-H. Paque, und H. Schmieding. (1992). *The Fading Miracle: Four Decades of Market Economy in Germany*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Häring, N. (2017). Was schert Wirtschaftsweise ihr Geschwätz von gestern?, Norbert Härings Blog „Geld und mehr“, 21. März, <http://norberthaering.de/de/27-german/news/800-wirtschaftsweise-merkantilismus>
- Hagemann, H. (2000). The post-1945 development of economics in Germany. In A. Coats (ed.), *The Development of Economics in Western Europe Since 1945*. London: Routledge.
- Hayo, B. (1998). Inflation culture, central bank independence and price stability. *European Journal of Political Economy* 14: 241–63.
- Hefeker, C. (1994). German monetary union, the Bundesbank and EMS collapse. *BNL Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro* 47(191): 379–98.
- Helmstädter, E. (1988). The irrelevance of Keynes to German Economic Policy and to international economic co-operation in the 1980s. In W. Eltis and P. Sinclair (eds.), *Keynes and Economic Policy. The Relevance of the General Theory after Fifty Years*. London: MacMillan.
- Hellwig, M., und M.J.M. Neumann. (1987). Economic policy in Germany: was there a turnaround? *Economic Policy* 2(2): 105–40.
- Hölscher, J. (1994). *Entwicklungsmodell Westdeutschland. Aspekte der Akkumulation in der Geldwirtschaft*. Berlin: Dunker & Humblot.
- Holtfrerich, C.-L. (1998). Geldpolitik bei festen Wechselkursen (1948–1970). in Deutsche Bundesbank, *Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*. München: Beck, C.H.
- Holtfrerich, C.-L. (2008). Monetary policy in Germany since 1948: national tradition, international best practice or ideology? In J.P. Touffut (ed.), *Central Banks as Economic Institutions*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.

- IWF (2016). France: 2016 Article IV Consultation —Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for France. IMF Country Report 16/227. July. <https://www.imf.org/~media/Web-sites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/scr/2016/cr16227.ashx>
- IMF (2017a). France: Staff Concluding Statement of the 2017 Article IV Mission, July.
- IMF (2017b). Germany: 2017 Article IV Consultation—Press release; Staff report; and statement by the executive director for Germany, July.
- Issing, O. 2001. Why Price Stability?, In Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, und Bernhard Winkler, Hrsg. Why Price Stability? First ECB Central Banking Conference, Frankfurt, Germany.
- James, H. (2012). *Making the European Monetary Union*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Jones, C. (2017). Germany's trade surplus sparks concern at home and abroad, 7. März, Financial Times, <https://www.ft.com/content/a143878a-fea9-11e6-96f8-3700c5664d30?mhq5j=e1>
- Krüger, W. (1967). Das harte Gesetz. *Die Zeit*, May 19. Available at: <http://www.zeit.de/1967/20/das-harte-gesetz>
- Marsh, D. (1992). *The Bundesbank: The Bank That Rules Europe*. London: Mandarin.
- McGee, P. (2017). Schäuble blames ECB for euro that is “too low” for Germany, Financial Times, February 5.
- Merler, S. (2017). Italian banks: not quiet on the eastern front, Bruegel, 31. März, <http://bruegel.org/2017/03/italian-banks-not-quiet-on-the-eastern-front/>
- Munchau, W. (2014). The wacky economics of Germany's parallel universe. *The Financial Times*, November 16.
- Münchau, W. (2017). Martin Schulz and Emmanuel Macron could save Europe. The next leaders will have to resolve the historic mess of the eurozone crisis, Financial Times, 26. März 2017, eigene Übersetzung, <https://www.ft.com/content/f35ff124-1093-11e7-b030-768954394623>
- Nasr, J. und Hansen, H. (2017). The poor get poorer in Germany, too, draft government report shows, Reuters, 23. März, <http://www.reuters.com/article/us-germany-economy-poverty-idUSKBN16U27H>
- Odendahl, C. (2017). The Hartz myth: A closer look at Germany's labour market reforms, Policy Brief, July, Centre for European Reform.
- Paetz, C., Rietzler, K und Truger, A. (2016). Die Schuldenbremse im Bundeshaushalt seit 2011: Die wahre Belastungsprobe steht noch aus, IMK Report 117, September. https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_117_2016.pdf

Reland, J. (1998). France. In: J. Forder und A. Menon (Hrsg.) *The European Union and National Macroeconomic Policy*, London und New York: Routledge.

Reuters (2017). UniCredit closes \$20 billion bad loan sale with Fortress, Pimco, 17. Juli, <https://www.reuters.com/article/us-italy-banks-unicredit-npl-idUSKBN1A21SU>

Richter, R. (1999). *Deutsche Geldpolitik 1948–1998*. Tübingen: Mohr Siebeck.

Sachverständigenrat (SVR). (1977). *Jahresgutachten 1977*. Bonn: Bundesanzeiger and Stuttgart/Mainz: Kohlhammer.

SVR (2017). Economic forecast 2017 and 2018, 20. März.

Sanderson, R. (2017). EU approval of Monte Paschi restructure paves way for state control, *Financial Times*, 5. Juli, <https://www.ft.com/content/9a0a1d68-615e-11e7-91a7-502f7ee26895?mhq5j=e1>

Schäuble, W. (2010). Maligned Germany is right to cut spending. *The Financial Times*, June 23.

———. (2011). Why austerity is only cure for the Eurozone. *The Financial Times*, September 5.

———. (2013). Ignore the doomsayers, Europe is being fixed. *The Financial Times*, September 16.

Scherf, H. (1986). *Enttäuschte Hoffnungen—vergebene Chancen: Die Wirtschaftspolitik der Sozial-Liberalen Koalition 1969–1982*. Göttingen: Vandenhock & Ruprecht.

Setser, B.W. (2017). Where does Italy's bank recapitalization stand?, Council on Foreign Relations, 21. Juni.

Schuhknecht, L. (2017). Don't slam Germany's trade surplus, Politico 22. Februar, <http://www.politico.eu/article/dont-slam-germanys-trade-surplus/>

Sicsic, P. and Wyplosz, C. (1996). France, 1945-92, in: N. Crafts and G. Toniolo (eds.) *Economic growth in Europe since 1945*, Cambridge: Cambridge University Press, 2010-239.

Sievert, O. (1980). Position des Sachverständigenrates, in: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung. *Vierteljahresheft* 1/80: 18–27.

Sievert, O. (1997). Zur Verheißung einer Währungsunion, Rede, Hamburger Sparkasse, 13. August. Zitiert in: Flassbeck (1997).

Sievert, O. (2003). Vom Keynesianismus zur Angebotspolitik. In Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (ed.), *Vierzig Jahre Sachverständigenrat 1963-2003*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt.

Spahn, H.-P. (2010). Vermögensmärkte, Investitionen und Beschäftigung—Ein Rückblick auf die keynesianische Phase im angebotstheoretischen Konzepts des Sachverständigenrates. In C.

Scheer (ed.), *Die deutschsprachige Wirtschaftswissenschaft in den ersten Jahrzehnten nach 1945*. Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie XXV, Schriften des Vereins für Socialpolitik 115, XXV, Berlin: Duncker & Humblot.

Steinhardt, P. und Flassbeck, H. (2017). Die Weisheit der (Mehrheit der) Weisen ist offenkundig Dummheit, *Makroskop*, 23. März, <https://makroskop.eu/2017/03/die-weisheit-der-mehrheit-der-weisen-ist-offenkundig-dummheit/>

Villeroy de Galhau, F. (2017). ECB Monetary Policy and the Resilience of the Eurozone, Columbia University, New York, 19 April 2017, Speech, https://www.banque-france.fr/en/intervention/ecb-monetary-policy-and-resilience-eurozone?utm_campaign=Hutchins%20Center&utm_source=hs_email&utm_medium=email&utm_content=51263858

Wallich, H.C. (1955). *Triebkräfte des deutschen Wiederaufstiegs*. Frankfurt am Main: Fritz Knapp.

Wallich, H.C., und Wilson, J.F.. (1979). "Thirty years (almost) of German surpluses." *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft / Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 135(3): 480–92.

Weidmann, J. (2012). Rebalancing Europe. Speech, London, March 28, BIS Central Bankers' Speeches <http://www.bis.org/review/r120329a.pdf>

Welt (1996). Tietmeyer warnt vor Euro-Euphorie, 26. November, <https://www.welt.de/print-welt/article657433/Tietmeyer-warnt-vor-Euro-Euphorie.html>

Wolf, M. (2013). Germany's strange parallel universe. *The Financial Times*, September 24.