

---

# Keynes oder Mises? Wer hat die bessere Therapie für die Schuldenkrise?

HENNING KLODT

---

Henning Klodt, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, E-Mail: [henning.klodt@ifw-kiel.de](mailto:henning.klodt@ifw-kiel.de)

---

**Zusammenfassung:** Vor dem Hintergrund der keynesianischen und der österreichischen Konjunkturtheorie wird diskutiert, ob Haushaltskonsolidierung und Schuldenabbau in den Krisenländern des Euroraums oberste Priorität haben sollten oder ob es kräftiger Impulse durch staatliche Nachfrageprogramme bedarf, um diese Länder zunächst einmal aus ihrem konjunkturellen Tal herauszuholen. Dabei wird herausgearbeitet, dass die angemessene Antwort darauf nicht zuletzt davon abhängt, ob es in den Krisenländern überhaupt unausgelastete Kapazitäten in nennenswertem Umfang gibt, die konjunkturell wiederbelebt werden könnten, oder ob ihre Wirtschaftsstrukturen in den langen Jahren des billigen Gelds so stark erodiert sind, dass expansive Konjunkturprogramme weitgehend ins Leere laufen würden. Die in diesem Beitrag herangezogene empirische Evidenz spricht für letztere Sichtweise, die eher mit der österreichischen als mit der keynesianischen Sichtweise in Einklang steht. Mit einem konjunkturellen Strohfeuer würden die Krisen demnach nur unnötig verlängert, da die Strukturanpassung vertagt und auf heute schon bestehende Anpassungslasten weitere Anpassungslasten getürmt würden.

**Summary:** Should fiscal consolidation and scaling down public debt be given highest priority in Euro countries in crisis? Or do they need a strong fiscal stimulus from expansive government spending for overcoming their deep recessions? Here, these questions are analyzed against the background of Keynesian and Austrian business cycle theories. It is argued that the prospects for Keynesian fiscal spending crucially depend upon the availability of competitive idle capacities. If such capacities have eroded during the long phase of cheap money, a fiscal stimulus would merely foster domestic inflation and foreign imports. The empirical evidence collected in this paper tends to support the latter view which is closer to the Austrians than to the Keynesians. The paper concludes that expansive government spending in Euro countries in crisis would postpone restructuring and would add further adjustment burdens to existing ones.

→ JEL Classification: E32, B53, H62

→ Keywords: Debt crisis, Euro area, Austrian business cycle

---

## I Einleitung

Wie lässt sich die Schuldenkrise im Euro-Raum nachhaltig überwinden? Sollten Konsolidierung der Staatshaushalte und Schuldenabbau in den Krisenländern oberste Priorität haben, oder bedarf es kräftiger Impulse durch staatliche Nachfrageprogramme, um diese Länder zunächst einmal aus ihrem konjunkturellen Tal herauszuholen? Die Einschätzungen zu dieser Frage gehen sowohl in der Öffentlichkeit als auch in der Fachwelt weit auseinander. Manche Beobachter meinen, mit der Ankündigung von Mario Draghi aus dem Sommer 2012, zur Sicherung des Eurosystems notfalls unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen zu wollen, sei endlich der richtige Weg eingeschlagen worden und das Größte der Krise sei überstanden. Auch der großzügige Umgang der EU-Kommission mit den Maastricht-Kriterien findet ihren Beifall. Andere meinen, die massive Bereitstellung von Liquidität und anhaltend hohe Haushaltsdefizite machten die Lage nur noch schlimmer, da die fundamentalen Probleme im Euroraum auf diese Weise nur verschleppt würden.

Erstaunlich an dieser Debatte ist, wie unversöhnlich sich die Vertreter der beiden Positionen gegenüberstehen und wie wenig ihnen bewusst zu sein scheint, wo die eigentlichen Ursachen für ihre unterschiedlichen Sichtweisen liegen. In diesem Beitrag wird der Frage nachgegangen, welche Rolle dabei die unterschiedlichen Konjunkturtheorien der verschiedenen Beobachter spielen könnten. Dafür wird zunächst einmal die Entstehung der Schuldenkrisen im Euroraum rekapituliert (Abschnitt 2), um die sich dabei herauskristallisierenden Grundmuster einerseits im Lichte der keynesianischen und andererseits im Licht der österreichischen Konjunkturtheorie interpretieren zu können (Abschnitt 3). Dabei wird das Augenmerk vor allem darauf gelegt, wie empirisch zwischen diesen beiden Ansätzen diskriminiert werden kann. Um diese Diskriminierung geht es dann in Abschnitt 4, wo sich der Autor auf umfangreiche Vorarbeiten dazu aus dem Institut für Weltwirtschaft stützen kann. Abschnitt 5 fasst zusammen und zieht einige Schlussfolgerungen für die Geldpolitik im Euroraum.

## 2 Ursachen der Schuldenkrise

Bei allen Divergenzen über die angemessene Therapie ist das Urteil darüber, wie es überhaupt zur Schuldenkrise im Euroraum gekommen ist, weitgehend unstrittig. Es lautet in den Grundzügen wie folgt: Am Anfang standen die verschiedenen Länder der Europäischen Union mit ihren nationalen Währungen, wobei in diesen Ländern unterschiedliche nationale Inflationsraten und ebenfalls unterschiedliche nominale Zinssätze herrschten. Schon im Vorfeld der Euroeinführung und erst recht mit Vollendung der Währungsunion konvergierten die Zinssätze kräftig, so dass bereits ab dem Jahre 2001 praktisch überall im Euroraum das gleiche Nominalzinsniveau herrschte.

Das war von den Vätern der Währungsunion durchaus erwartet worden, und es war darüber hinaus erwartet worden, dass es zu einer entsprechenden Konvergenz der nationalen Inflationsraten kommen würde. Letzteres erwies sich allerdings als Irrtum, da der sogenannte Balassa-Samuelson-Effekt außer Acht gelassen worden war: Zum Zeitpunkt der Euro-Einführung war das Preisniveau für international leicht handelbare Güter in allen EU-Ländern weitgehend gleich, da die Vollendung des Binnenmarkts im Warenhandel recht gut vorangekommen war. In jenen Ländern, die mit einem vergleichsweise niedrigen Pro-Kopf-Einkommen in die Währungsunion

gestartet waren, lag dagegen das Preisniveau für international schwer handelbare Güter aufgrund des in diesen Ländern herrschenden relativ niedrigen Lohnniveaus deutlich unter dem Preisniveau in höher entwickelten Ländern.

Da die ärmeren Länder zugleich in besonders starkem Maße von den Integrationseffekten des gemeinsamen Währungsraums profitierten, stiegen die Löhne in diesen Ländern schneller als im Durchschnitt der Eurozone. Bei international leicht handelbaren Gütern ergaben sich daraus keine Rückwirkungen auf das Preisniveau, da der internationale Wettbewerb keine großen Preisunterschiede zwischen den Ländern zuließ. Bei schwer handelbaren Gütern dagegen schlug der relative Lohnanstieg in den ärmeren Ländern auf die Preise durch, so dass auch nach Vollendung der Währungsunion die Inflationsraten in den ärmeren Ländern höher als in den reicheren Ländern waren.<sup>1</sup>

Als Ergebnis dieser unterschiedlichen Preisdynamik ergab sich in Kombination mit dem international einheitlichen Nominalzinsniveau ein deutlicher Unterschied in den Realzinsen zwischen den verschiedenen Euroländern. In jenen Ländern, die heute als Krisenländer bezeichnet werden müssen, waren die Realzinsen teilweise sogar negativ. Es kann nicht verwundern, dass diese Länder, die zuvor noch hohe Risikoaufschläge auf ihre Zinsen hatten zahlen müssen, zum Schuldenmachen animiert wurden – und zwar sowohl die Regierungen als auch die privaten Investoren und Konsumenten. Sowohl die Akteure in den Krisenländern als auch die Banken und andere internationale Investoren, die die ausufernde Verschuldung finanzierten, vertrauten offenbar darauf, dass das Regime extrem niedriger Realzinsen für alle Zeiten Bestand haben würde.<sup>2</sup>

Im Zuge der Subprime-Krise in den Vereinigten Staaten, die mit dem Zusammenbruch der Lehman-Bank im Herbst 2008 einen ersten Höhepunkt erlebte, wurden die internationalen Investoren allmählich skeptisch und begannen sich zu fragen, ob die üppigen Kredite, die sie an die heutigen Euro-Krisenländer vergeben hatten, wohl jemals zurückbezahlt werden würden. Nun setzte innerhalb von zwei bis drei Jahren eine derart deutliche Ausweitung der Zinsspreads ein, dass Länder wie Griechenland und Portugal nicht mehr in der Lage waren, ihre Staatsschulden am privaten Kapitalmarkt zu finanzieren. Sie schlüpfen unter die Rettungsschirme, die von den anderen Euroländern, der EU und dem Internationalen Währungsfonds aufgespannt worden waren, mussten sich dafür aber verpflichten, eiserne Sparprogramme durchzuführen, um ihre Schuldenlast zumindest auf längere Sicht abzubauen zu können.<sup>3</sup>

Bis zu diesem Punkt herrscht unter den Beobachtern der Eurokrise weitgehender Konsens. Insbesondere aber bei der Frage, ob die Konsolidierungsaufgaben für die Krisenländer angemessen sind oder nicht, ist der Dissens mittlerweile recht groß. Auf der einen Seite steht zum Beispiel die deutsche Bundesregierung, die auf eine Einhaltung der versprochenen Sparziele pocht und

1 Zur Vollständigkeit sei erwähnt, dass nach dem Balassa-Samuelson-Modell die internationalen Produktivitätsunterschiede bei schwer handelbaren Gütern geringer sind als bei leicht handelbaren Gütern.

2 Bei Baumgarten und Klodt (2010) wird erläutert, dass nicht das Schuldenmachen selbst in die Schuldenkrise führte, sondern die weitgehend unproduktive Verwendung der aufgenommenen Mittel.

3 Im „Kieler Schuldenbarometer“ wird regelmäßig analysiert, wie die Aussichten der verschiedenen Euroländer sind, ihre Schulden tatsächlich aus eigener Kraft tragen zu können ([www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/ifw-schuldenbarometer/das-ifw-schuldenbarometer](http://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/politikberatung/ifw-schuldenbarometer/das-ifw-schuldenbarometer)). Eines der Ergebnisse dieses Indikators lautet, dass die Lage in Griechenland hoffnungslos ist, d.h. das Land wird um einen weiteren kräftigen Schuldenschnitt nicht herumkommen. Die methodischen Grundlagen des Schuldenbarometers sind ausführlich erläutert in Bencek und Klodt (2011).

die Haushaltskonsolidierung für ganz zentral bei der Überwindung der Schuldenkrise hält. Auf der anderen Seite stehen die Krisenländer selbst, die immer weniger Neigung zeigen, sich dem Spardiktat „der Deutschen“ zu unterwerfen und die mittlerweile auch von der Europäischen Kommission in ihrer Auffassung gestützt werden, dass die Konsolidierungsprogramme zeitlich gestreckt werden müssen. Ein analoger Riss geht quer durch das Direktorium der Europäischen Zentralbank, in der die Vertreter der Deutschen Bundesbank davor warnen, das Geldausgeben ausufern zu lassen, von den Vertretern anderer EU-Länder aber regelmäßig überstimmt werden.

Der Dissens zieht sich auch mitten durch die ökonomische Fachwelt, in der das, was manchen als notwendige Voraussetzung zur Gesundung der Staatsfinanzen erscheint, von anderen als „Kaputtsparen“ geißelt wird, das von der Lösung der Probleme nur noch weiter weg führen würde. Der Streit geht also nicht darum, wo die Ursachen der Krise liegen, sondern vielmehr darum, wie der Ausweg aus der Krise gelingen kann.

### 3 Auswege aus der Schuldenkrise

Die These des Kaputtsparens geht offenkundig von einer keynesianisch geprägten Konjunkturtheorie aus. Demnach befindet sich Südeuropa in einer schweren Rezession mit stark unterausgelasteten Kapazitäten, da sowohl der Staat als auch die überschuldeten Privathaushalte ihre Nachfrage drastisch eingeschränkt hätten. Wenn der Staat seine Ausgaben nicht schleunigst wieder hochfahren würde, dann würden die Nachfrageausfälle immer größer und der Absturz in die Rezession immer tiefer. Notwendig sei es daher, die Konsolidierungsprogramme der Krisenländer weiter zu strecken und auch in anderen Ländern, wie etwa in Frankreich, die Einhaltung der Maastricht-Kriterien zunächst einmal auszusetzen. Der Europäischen Zentralbank kommt in einem solchen Konjunkturszenario die Aufgabe zu, die Wirtschaft reichlich mit Liquidität zu versorgen und die Zinsen möglichst niedrig zu halten, damit sich die Regierungen der Krisenländer trotz ihres hohen Schuldenstands expansive Konjunkturprogramme leisten können und damit die privaten Konsumenten wieder Mut fassen, ihre Güternachfrage trotz ihres eigenen hohen Schuldenstandes wieder zu erhöhen.

Die Befürworter eines Austeritätscurses dagegen sehen das Kernproblem der Krisenländer darin, dass sie gar nicht über genügend unausgelasteten Kapazitäten verfügen, die bei einer konjunkturellen Erholung wieder rentabel betrieben werden könnten. Ein Anheizen der Nachfrage würde deshalb lediglich zu einem inflationären Strohfeuer und einem Importsog führen, aber nichts zur nachhaltigen Überwindung der Krise beitragen.

Dieses letztere Erklärungsmuster lässt sich recht gut zur Deckung bringen mit der österreichischen Konjunkturtheorie, die vor allem mit dem Namen Ludwig von Mises (1940) verbunden ist.

- Nach diesem Ansatz befindet sich eine Volkswirtschaft im Gleichgewicht, wenn die Investitionsrendite, die durch die Länge der Produktionsumwege bestimmt ist, übereinstimmt mit der Rendite, die die Sparer auf ihre Spareinlagen erwarten.
- Wenn aufgrund eines geldpolitischen Impulses die Zinsen sinken, ohne dass die Ersparnisse der privaten Haushalte entsprechend gestiegen wären, dann beginnen die Investoren, auch in solche Produktionsumwege zu investieren, deren Rendite un-

terhalb des Gleichgewichtszinses liegt. Das ist die Boomphase im österreichischen Konjunkturzyklus.

- Im Zeitverlauf müssen die Investoren aber erkennen, dass sie ihre verlängerten Produktionsumwege gar nicht bis zum Ende ausbauen können, da die Sparer nicht bereit sind, das dafür nötige Kapital bereitzustellen. Denn die Zinssenkung, an der sich die Investoren orientiert hatten, ging ja nicht von einer erhöhten Sparneigung, sondern von einem falschen Preissignal der Geldpolitik aus. Viele Investitionsprojekte erweisen sich deshalb als Fehlinvestitionen – die Konjunktur bricht ein.
- Erst wenn die Konjunkturkrise zu einer Bereinigung in dem Sinne geführt hat, dass unrentable Investitionsprojekte aufgegeben und ineffiziente Anbieter aus dem Markt gedrängt wurden, findet die Wirtschaft aus den Tal heraus und die Investoren können sich wieder auf rentable Projekte konzentrieren.

Angewendet auf die aktuelle Krise im Euroraum wäre die Aufschwungsphase mit künstlich gedrückten Zinsen gleichzusetzen mit der Situation der heutigen Krisenländer in den Jahren 2001 bis 2007. Im Gefolge der Immobilienkrise, die als Subprime-Krise in den Vereinigten Staaten begann und anschließend auch viele Euroländer erreichte, sind demnach viele Investitionsprojekte aus der Boomphase als Fehlinvestitionen entlarvt worden.<sup>4</sup> Mit keynesianisch geprägten Nachfrageausweitungen sind solche Probleme aus österreichischer Sicht nicht zu lösen. Vielmehr bedarf es eines fundamentalen Strukturwandels, in dessen Zuge unrentable Produktionsstrukturen endgültig aufgegeben werden müssen und in dessen Zuge auch eine deutliche Absenkung der Realeinkommen unvermeidlich sein dürfte.<sup>5</sup>

Gelegentlich wird argumentiert, die unterschiedlichen Sichtweisen ergäben sich in erster Linie daraus, dass manche Beobachter eher die makroökonomischen und andere eher die mikroökonomischen Probleme im Blick hätten. Daraus wird dann gefolgert, es müsse zu einem ausgewogenen Policy-Mix kommen, mit dem zugleich die Konjunkturkrise überwunden und die Strukturprobleme gelöst werden könnten. In mancher Hinsicht mag eine solche vermittelnde Sichtweise angemessen sein; in einem Punkt allerdings führt sie in die Irre. Und zwar bei der Beurteilung der angemessenen Geldpolitik und dabei insbesondere der Frage, welche Zinssignale nötig sind, um die Wirtschaft aus der Krise herauszuführen:

- Aus keynesianischer Sicht müssen die Zinsen möglichst niedrig gehalten werden, damit die Regierungen in den Krisenländer die nötigen Ausgabenprogramme finanzieren können, die zur Überwindung der Rezession erforderlich sind. Niedrige Zinsen sind demnach auch dann erforderlich, wenn sich die Länder in einer Liquiditätsfalle befinden, da die Zinsen dann zwar keinen Einfluss auf die private Investitionstätigkeit haben, aber eine wichtige Voraussetzung dafür darstellen, dass sich die Regierungen trotz ihres hohen Schuldenstandes und ihrer hohen Haushaltsdefizite überhaupt die

4 Dabei wäre es zu einfach, die Fehlinvestitionen nur im Bausektor der Krisenländer lokalisieren zu wollen. Auch im Investment-Banking gab es beispielsweise viele Fehlinvestitionen, die so lange kaschiert blieben, wie sich die spekulativen Blasen an den Vermögensmärkten immer weiter aufblähten. Und schließlich können auch die beträchtlichen Personalaufstockungen im öffentlichen Dienst, die sich manche der heutigen Krisenstaaten leisteten und teilweise immer noch leisten, als Fehlinvestitionen des öffentlichen Sektors interpretiert werden.

5 Eine „österreichische“ Interpretation der Schuldenkrise bieten Bagus (2011) und Erlei (2012).

Mittel am Kapitalmarkt beschaffen können, die sie zur Finanzierung ihrer expansiven Konjunkturprogramme benötigen.

- Aus österreichischer Sicht braucht es dagegen das Signal hoher Zinsen, damit die Privatwirtschaft klar erkennen kann, welche Investitionen Fehlinvestitionen sind, und auf diese Weise eine Reinigungskrise in Gang gesetzt wird. Die Reinigungskrise selbst ist aus diesem Blickwinkel heraus ein schmerzhafter und unangenehmer Prozess, der aber unvermeidlich ist, wenn die Konjunkturkrise nicht zur strukturellen Dauerkrise werden soll.

Bei der Frage, wie hoch das Zinsniveau in den Krisenländern sein sollte, gibt es – anders als bei der Makro-Mikro-Diskussion – kein sowohl als auch. Die Politik muss sich hier entscheiden, ob sie sich die keynesianische oder die österreichische Sichtweise zu eigen machen will. Ausschlaggebend dafür ist, wie tiefgreifend die strukturellen Probleme in den Krisenländern sind, das heißt, ob es tatsächlich ungenutzte Produktionspotenziale in größerem Umfang gibt, die bei einer Normalisierung der wirtschaftlichen Lage wieder ausgelastet werden könnten.

#### 4 **Strukturprobleme in den Krisenländern**

Am Institut für Weltwirtschaft in Kiel sind in den vergangenen Jahren mehrere Studien dazu durchgeführt worden, wie die wirtschaftliche Situation in den einzelnen Krisenländern zu bewerten ist (Schrader und Laaser 2010, Schrader und Laaser 2012a, Schrader und Laaser 2012b, Bencek, Laaser und Schrader 2013). All diese Studien kommen zu einem recht eindeutigen Ergebnis: Die Ursachen der Krise in Griechenland, Portugal und Spanien liegen in allererster Linie bei ungelösten Strukturproblemen, die sich mit rein konjunkturellen Maßnahmen nicht lösen lassen. Ansatzweise sind vergleichbare Probleme auch in Italien und selbst in Frankreich zu beobachten. Irland dagegen, das als erstes unter die Euro-Rettungsschirme schlüpfte, dürfte es mittlerweile geschafft haben, sich aus eigener Kraft aus der Krise zu befreien, da dort schon vor Ausbruch der Krise wettbewerbsfähige Strukturen vorhanden waren.

Die Strukturprobleme sind vielfältig und in den einzelnen Ländern unterschiedlich ausgeprägt, aber es gibt mehrere Gemeinsamkeiten:

- Erstens ist es in allen Krisenländern zu einer Aufblähung der öffentlichen Beschäftigung gekommen, wodurch dem Staat hohe Personalkosten aufgebürdet und der Privatwirtschaft produktive Ressourcen entzogen wurden.
- Zweitens ist es in den Boomjahren bis 2008 zu einem kräftigen Lohnanstieg gekommen, der weit über die Produktivitätssteigerungen hinausging und als dessen Ergebnis sich die Bevölkerung an ein vergleichsweise hohes Konsumniveau gewöhnt hat, von dem es sich nur sehr widerstrebend wieder verabschieden will.
- Drittens haben die meisten der heutigen Krisenländer kräftige Aufstockungen an ihren Sozialsystemen vorgenommen, die – genau wie die Realloohnerhöhungen – nur

gegen den erbitterten Widerstand der Bevölkerung wieder zurückgenommen werden können.

- Viertens schließlich fehlt es den Krisenländern an einer angemessenen wirtschaftlichen Basis, die begründete Aussichten darauf eröffnen könnte, auf absehbare Zeit ein zum gegenwärtigen Lohnniveau passendes Produktivitätsniveau erreichen zu können.

Vielfach ist es während der Boomjahre sogar zu einer Erosion der wirtschaftlichen Basis gekommen, da die Konkurrenzfähigkeit gegenüber dem Ausland aufgrund der stark gestiegenen Lohnkosten und unterlassener Modernisierungsinvestitionen verlorengegangen ist. Ein Beispiel dafür bietet der Tourismus in Griechenland, der es immer schwerer hat, sich gegenüber der preiswerteren Konkurrenz aus der Türkei durchzusetzen.

Einen Eindruck der Entwicklung bei den Arbeitskosten bietet Tabelle 1. Deutlich erkennbar ist der ausgeprägte Rückgang im Verdienstniveau in Griechenland und Portugal seit dem Jahre 2010. In Spanien und Italien dagegen, die (noch) nicht unter dem Diktat der Rettungsschirme stehen, hat sich das Einkommensniveau seit 2010 kaum verändert, obwohl es insbesondere in Spanien in den Jahren von 2003 bis 2010 zu deutlichen Einkommenserhöhungen gekommen war.

In den aktuellen Berichten von Troika, Internationalem Währungsfonds und EU-Kommission werden vor allem die Lohnsenkungen in jüngster Zeit herausgestellt.<sup>6</sup> Außerhalb des Blickfeldes bleibt dabei, wie stark die Einkommen in den Jahren zuvor angestiegen waren. Die Lohnsenkungen in Griechenland beispielsweise, die von 2010 bis 2012 immerhin rund zehn Prozent ausmachten, relativieren sich stark vor dem Hintergrund des Anstiegs von über 50 Prozent in der Zeit von 2000 bis 2010. Über den gesamten Zeitraum von 2000 bis 2013 errechnet sich für Griechenland ein Lohnanstieg von 37 Prozent, für Deutschland dagegen nur von 22 Prozent.

Tabelle 1

### Jahresarbeitsverdienste in ausgewählten EU-Ländern

In 1 000 Euro

	2000	2008	2010	2012*
Griechenland	13,8	20,7	21,1	18,9
Spanien	18,6	24,6	26,5	26,5
Frankreich	25,4	32,1	33,5	34,3
Italien	21,6	27,1	27,7	27,6
Portugal	12,3	15,7	16,8	15,2
Deutschland	27,9	32,0	32,6	33,9

\* Geschätzt.

Quelle: OECD (2013), eigene Berechnungen.

6 Siehe zum Beispiel European Commission (2013) und International Monetary Fund (2013).

Der Spitzenreiter dieser Statistik ist Spanien; dort stiegen die Löhne von 2000 bis 2013 um 42 Prozent. Im Vergleich dazu war die Lohnentwicklung in Portugal sehr moderat. Von 2000 bis 2012 sind dort die Jahresarbeitsverdienste um 24 Prozent gestiegen, also kaum schneller als in Deutschland.

Diese Daten geben natürlich keine Auskünfte darüber, ob die Verschiebungen im Einkommensgefälle zwischen den EU-Ländern wirtschaftlich fundiert waren oder nicht. Immerhin wäre es ja denkbar, dass die unterschiedliche Einkommensentwicklung im Wesentlichen die unterschiedliche Produktivitätsentwicklung widerspiegelt. Auch hier sei auf die Länderstudien des Instituts für Weltwirtschaft verwiesen, die zu dem klaren Ergebnis kommen, dass die Einkommenssteigerungen in den heutigen Krisenländern in den Jahren nach der Einführung des Euro deutlich über die erzielten Produktivitätssteigerungen hinausgingen. Gestützt wird diese Einschätzung durch die Veränderung der realen effektiven Wechselkurse auf Lohnstückkostenbasis, wie sie von Eurostat berechnet werden (Tabelle 2).<sup>7</sup> Ein Anstieg des Index deutet auf eine nachlassende internationale Wettbewerbsfähigkeit hin. Im Großen und Ganzen bestätigen die Veränderungen des realen Wechselkurses die oben getroffenen Aussagen zu den Veränderungen in den Verdienstniveaus: Seit 2008 ist es in nahezu allen Krisenländern (außer Zypern) zu einer Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit gekommen, die aber bei weitem nicht ausgereicht hat, um die Verschlechterung in den Jahren zuvor zu kompensieren. Die einzige Ausnahme ist Portugal, wo sich der Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit bis zum Jahr 2008 aufgrund der moderaten Lohnentwicklung in engen Grenzen gehalten hatte.

Zu dieser Entwicklung passt die Veränderung in den Leistungsbilanzsalden (Tabelle 3). Die zum Teil exorbitanten Defizite, wie sie in Griechenland, Spanien, Zypern und Portugal zu beobachten waren, sind (wiederum mit Ausnahme Zyperns) bis zum Jahre 2012 auf ein erträgliches Niveau gesunken. Zumindest bei Griechenland verbirgt sich dahinter allerdings keine fundamentale

Tabelle 2

### Veränderung des realen effektiven Wechselkurses für ausgewählte EU-Länder

	2000-2008	2008-2011
Griechenland	13,2	-1,2
Spanien	22,0	-8,1
Frankreich	13,6	-0,4
Italien	19,5	-1,5
Zypern	15,3	3,2
Portugal	1,3	-3,3
Deutschland	-11,6	-0,8

Quelle: Eurostat (2013), eigene Berechnungen.

7 Zur Berechnung dieser Kennziffern wird die Wechselkursentwicklung der einzelnen Länder gegenüber den 36 wichtigsten Handelspartnern (zu denen die Länder der EU-27 und neun weitere Industrieländer zählen) mit den Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft deflationiert. Für diese Berechnungen werden doppelte Exportgewichte verwendet, die nicht nur den Wettbewerb auf den Heimatmärkten der verschiedenen Wettbewerber berücksichtigen, sondern auch den Wettbewerb auf anderen Exportmärkten.



Tabelle 3

**Leistungsbilanzsaldo in Prozent des BIP für ausgewählte EU-Länder**

	2000	2008	2010	2012
Griechenland	-7,7	-14,9	-10,1	-3,1
Spanien	-4,0	-9,6	-4,5	-1,1
Frankreich	1,2	-1,7	-1,6	-2,3
Italien	-0,2	-2,9	-3,5	-0,7
Zypern	-5,4	-15,6	-9,8	-11,7
Portugal	-10,3	-12,6	-10,6	-1,5
Deutschland	1,7	6,2	6,2	7,0

Quelle: Eurostat (2013), eigene Berechnungen.

Verbesserung der Exportfähigkeit, sondern vor allem ein Einbruch bei den Importen (Bencek, Laaser und Schrader 2013). Zudem bleibt abzuwarten, ob der für das Jahr 2012 gemeldete Wert als zuverlässig angesehen werden kann oder – wie schon so oft in der Vergangenheit – kräftig revidiert werden muss.<sup>8</sup>

Alles in allem deutet diese kursorische Analyse in die gleiche Richtung wie die detaillierten Länderanalysen aus dem Institut für Weltwirtschaft: Die Krisenländer sind nach wie vor weit davon entfernt, ihre Strukturprobleme in den Griff zu bekommen und werden sich auf weitere schmerzliche Anpassungsschritte einstellen müssen. Expansive Konjunkturprogramme würden weitgehend ins Leere laufen, da es nennenswerte brachliegende Kapazitäten, die erfolgreich reaktiviert werden könnten, in aller Regel gar nicht gibt. Mit einem konjunkturellen Strohfeuer würden die Krisen nur unnötig verlängert, da die Strukturanpassung vertagt und auf heute schon bestehende Anpassungslasten weitere Anpassungslasten getürmt würden.

## 5 Vom Nutzen hoher Zinsen

Wozu sollen hohe Zinsen gut sein, wenn eine Wirtschaft in der Krise steckt und keine Inflationsgefahr droht, mag ein Keynesianer fragen. Die Antwort aus Österreich lautet, dass die sich am Markt herausbildenden Gleichgewichtszinsen – mögen sie hoch oder niedrig sein – wichtige Preissignale für Investoren darstellen, anhand derer sie entscheiden können, welche Investitionen einzel- und gesamtwirtschaftlich rentabel sind und welche nicht.

Die in Abschnitt 4 zusammengetragenen Indizien sprechen dafür, dass das Zinsniveau in den Euro-Krisenländern nicht zu stark gedrückt werden sollte, um die nötigen Strukturanpassungen nicht zu verschleppen. Zu niedrige Zinsen würden möglicherweise sogar neue Fehlinvestitionen anregen. Dass in Spanien und anderswo bei zu niedrigen Zinsen tatsächlich wieder

<sup>8</sup> Anzeichen für Revisionsbedarf in den von Eurostat veröffentlichten Daten liefert der Bericht der Europäischen Kommission vom Mai 2013, wo das griechische Leistungsbilanzdefizit für 2012 mit 5,3 Prozent des Bruttoinlandsprodukts angegeben wird (European Commission 2013: 13).

neue Wohnsilos gebaut würden, die niemand braucht, mag unwahrscheinlich sein. Aber es gibt vielfältige, andere Investitionsfallen, in die Staat und Privatwirtschaft durch künstlich niedrige Zinsen gelockt werden könnten und die die Anpassungskrise zur Dauerkrise machen würden. Aus diesem Blickwinkel heraus wäre es also ein schwerwiegender wirtschaftspolitischer Fehler, die Schuldenkrise im Euroraum mit billigem Geld und niedrigen Zinsen bekämpfen zu wollen.

Auf einem anderen Blatt steht, wie das gegenwärtige Zinsniveau in den verschiedenen Euroländern zu bewerten ist. Es wäre naiv zu glauben, dass die sich an den Kapitalmärkten herausbildenden Zinsen stets und ständig den Gleichgewichtszinsen im Sinne von Mises entsprechen würden. Hier haben uns die Erkenntnisse der „behavioral finance“ eindeutig eines Besseren belehrt (einen aktuellen Überblick bietet Lux 2013). Falls die von den Krisenländern zu zahlenden Zinsen spekulativ überhöht sind, würden Interventionen der EZB oder der Rettungsschirme die nötige Strukturanpassung in den Krisenländern nicht behindern, sondern lediglich eine Marktverzerrung korrigieren. Immerhin liegt das Zinsniveau für zehnjährige griechische Staatsanleihen aktuell immer noch merklich über zehn Prozent – trotz der weitreichenden Garantien der Rettungsschirme und der Staatsanleihenkäufe durch die EZB. Ob dieses Niveau zu niedrig, zu hoch oder gerade angemessen ist, kann auch die österreichische Konjunkturtheorie nicht beantworten.

Ein letztes Wort zu den Fehlanreizen künstlich niedrig gehaltener Realzinsen: Ein zentrales Argument für die Interventionen von EZB und Rettungsschirmen lautet, dass es gar nicht um die Rettung der Krisenländer selbst gehe, sondern um die Vermeidung von Ansteckungseffekten, die sich über das international verflochtene Bankensystem auf die gesamte Weltwirtschaft ausbreiten könnten. Wie zutreffend diese Argumentation ist und inwieweit sie lediglich die Partikularinteressen des Finanzsektors widerspiegelt, soll hier offen bleiben. Wenig diskutiert wird in der Öffentlichkeit allerdings eine andere Art von Ansteckungsgefahr – die Ansteckung unter den Haushaltspolitikern der Euroländer. Wenn sich der Eindruck verfestigen sollte, dass die Kosten unsolider Staatshaushalte nicht von den betreffenden Ländern selbst, sondern von der Gemeinschaft der Euro-Retter getragen werden, gibt es starke Anreize für alle Regierungen im Euroraum, sich lieber mit der Troika als mit der eigenen Bevölkerung anzulegen und lieber mehr als weniger Schulden zu machen. Dann würden sich die heutigen Länderkrisen im Euroraum endgültig zur Euro-Krise auswachsen.

## Literaturverzeichnis

- Bagus, Philipp (2011): The Tragedy of the Euro. *The Independent Review: Journal of Political Economy*, 15 (4), 563–576.
- Baumgarten, Matthias und Henning Klodt (2010): Greece and Beyond: The Debt Mechanisms of the Euro. *Aussenwirtschaft*, 65 (4), 365–377.
- Bencek, David und Henning Klodt (2011): Fünf Prozent sind (zu)viel: Szenarien zu den benötigten Primärüberschüssen der Euroländer. *Wirtschaftsdienst*, 91 (9), 595–600.
- Bencek, David, Claus-Friedrich Laaser und Klaus Schrader (2013): IfW-Krisencheck: Alles wieder gut in Griechenland? *Kieler Diskussionsbeiträge*, 522/523. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Erlei, Mathias (2012): Die Wirtschaftskrise aus Sicht der österreichischen Konjunkturtheorie. *Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik*, 11, 183–212.

- European Commission (2013): The Second Economic Adjustment Programme for Greece – Second Review May 2013. European Economy, Occasional Papers, 148.
- Eurostat (2013): Statistiken. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>.
- International Monetary Fund (2013): Greece – 2013 Article IV Consultation Concluding Statement of the IMF Mission. Washington, D. C., 3. Mai.
- Lux, Thomas (2013): Effizienz und Stabilität von Finanzmärkten: Stehen wir vor einem Paradigmenwechsel? Wirtschaftsdienst, 93 (Sonderheft), 16–22.
- Mises, Ludwig von (1940): Nationalökonomie. Theorie des Handelns und Wirtschaftens. Genf, Editions Union.
- OECD (2013): Statistiken. [www.oecd.org/statistics/](http://www.oecd.org/statistics/)
- Schrader, Klaus und Claus-Friedrich Laaser (2010): Den Anschluss nie gefunden: Die Ursachen der griechischen Tragödie. Wirtschaftsdienst, 90 (8), 540–547.
- Schrader, Klaus und Claus-Friedrich Laaser (2012a): Will Portugal Turn into a Second Greece? Kiel Policy Brief, 42. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Schrader, Klaus und Claus-Friedrich Laaser (2012b): Die Krise in Südeuropa oder die Angst vor dem Dominoeffekt. Griechenland, Portugal und Spanien im Krisentest. Kieler Diskussionsbeiträge, 500/501. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.