

Paul J. J. Welfens

---

Nachhaltige Überwindung der Eurokrise



**Europäische Integration und  
Digitale Weltwirtschaft**

Herausgegeben von Paul J. J. Welfens

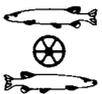
Europäisches Institut für Internationale  
Wirtschaftsbeziehungen (EIIW) e.V. an der  
Bergischen Universität Wuppertal

**Band 7: Nachhaltige Überwindung der Eurokrise**  
Marktdynamik und Politikoptionen

Paul J. J. Welfens

# **Nachhaltige Überwindung der Eurokrise**

Marktdynamik und Politikoptionen



Lucius & Lucius · Stuttgart · 2013

*Anschrift des Autors:*

Prof. Dr. Paul J. J. Welfens  
Europäisches Institut für Internationale  
Wirtschaftsbeziehungen (EIIW)  
an der Bergischen Universität Wuppertal  
Rainer-Gruenter-Straße 21  
42119 Wuppertal  
<http://www.eiiv.eu>

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISSN 1868-0607

ISBN 978-3-8282-0582-6

© Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft mbH Stuttgart 2013

Gerokstr. 51, 70184 Stuttgart

[www.luciusverlag.com](http://www.luciusverlag.com)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigung, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung, Verarbeitung und Übermittlung in elektronischen Systemen.

Druck und Einband: Rosch-Buch, Scheßlitz

Printed in Germany

## Vorwort

Die Eurozone ist seit 2010 in eine mehrjährige Krise geraten, bei der Echoeffekte der Transatlantischen Bankenkrise und Staatsschuldenkrisen einiger Länder zusammenwirken – zudem gibt es Destabilisierungseffekte, die auch von den USA und z.T. von Großbritannien her auf die Währungsunion einwirken. Nachdem mit der EZB-Ankündigung vom 6.9.2012 zu einem veränderten neuen Anleihen-Ankaufprogramm, der Eilentscheidung des Bundesverfassungsgerichtes zum ESM am 12. September und der am selben Tag erfolgten Vorlage des EU-Bankenunionsvorschlages gewichtige Vorgaben für die Entwicklung des Euro-Raumes in 2012 gegeben worden sind, kann man eine auf die neuartige Situation fokussierte Analyse der Euro-Krise vorlegen. Die Studie bringt wesentliche neue Einsichten zur Euro-Debatte und macht zugleich eine Reihe von Vorschlägen, wie die Euro-Krise nachhaltig zu überwinden ist. Dabei basieren die vorgetragenen Argumente auf relevanten ökonomischen Theorien und beachten grundlegende empirische Befunde (die Analyse ist teilweise eine Fortsetzung der Studie Die Zukunft des Euro, greift allerdings jüngste Entwicklungen auf und fokussiert auf die neuere Debatte). Die vorliegende Analyse bemüht sich um eine kritische Bestandsaufnahme und diskutiert notwendige und hinreichende Bedingungen für eine Überwindung der Eurokrise; dabei werden auch relevante Größenordnungen in Sachen Risiken der Krise angesprochen – bei differenzierter Ausleuchtung des Problemfeldes. Die Eurokrise, in die ja auch eine Schwäche Großbritanniens parallel hineinwirkt, ist aus vielen Gründen ein ernstes Problem, nicht zuletzt wegen der Vielzahl direkt und indirekt einbezogener Länder. Es versteht sich, dass alle Länder in Europa ein Interesse haben, die Krise zu überwinden bzw. nicht zuzulassen, dass sich durch weitere Krisenimpulse oder fehlende Politikreformen oder unzureichende Politikkooperation hieraus ein schwere Rezession und ggf. auch eine Integrationskrise neuer Art ergibt.

Zu den Merkwürdigkeiten der Euro-Krise gehört, dass sie wegen der Vielzahl von Krisenländern – in 2010 zunächst nur Griechenland und Irland – als kompliziert erscheint und wegen der Dominanz des Krisenmanagements auf der Ebene des Europäischen Rates auch wirtschaftspolitisch kaum nachvollziehbar erscheint. Denn der Europäische Rat steht ja nicht für ein Entscheidungsgremium, das sich einer parlamentarischen Debatte – sie bringt Transparenz und verdeutlicht Pro- und Kontra-Argumente bzw. Alternativen – stellen muss; abgesehen von fragmentierten nationalen Parlamenten, die aber einer institutionellen Übermacht eines auf einstimmige Beschlüsse hin orientierten Rates von 17 Staats- und Regierungschefs gegenüberstehen. Das Europäische Parlament bzw. die Europäische Kommission ist als Krisenakteur in den Jahren 2010-2012 sehr in den Hintergrund getreten.

Zu den Sonderbarkeiten der Eurokrise gehört auch, dass in diesem Zeitraum eine enorme Zinsdifferenzierung nach Ländern – innerhalb der Eurozone –

eingetreten ist, die man auf Basis herkömmlicher theoretischer Ansätze bzw. unter Bezug auf empirische Befunde nicht erklären kann. Es ist schon bedauerlich genug, dass mitten in der Krise keine klare Mehrheitsmeinung der Ökonomen zu den bevorzugten Handlungsoptionen besteht, hinzu kommen auch noch neue Phänomene, die schwierig zu erklären sind. Das Ansehen der Volkswirtschaftslehre hat unter der weithin unerwarteten Dynamik der Transatlantischen Bankenkrise und auch der Euro-Krise gelitten, aber keineswegs bedeutet dies, dass man keine vernünftige und treffende Analyse zu den wichtigen Fragen vorlegen kann. Es sei darauf verwiesen, dass dieser Autor bereits 2008 Kernelemente der Euro-Krise als Szenario formulierte – wie im Buch Transatlantische Bankenkrise (Anfang 2009 in dieser Reihe erschienen) nachzulesen ist.

Im Übrigen werden einige Darlegungen und statistische Zusammenstellungen – gerade des Ifo-Institutes – hierin einer kritischen Analyse unterzogen, die mangelnde Solidität von Zahlenpräsentationen zu den Risiken der Euro-Krise aufzeigt und die Ifo-Einwände gegen Eurobonds als irreführend sowie Teile der Sinn-Argumente zur Euro-Krise als theoretisch inadäquat einstuft. Der Schwerpunkt der hier vorgelegten Gesamt-Analyse liegt in einer Bestandsaufnahme der Euro-Krisendynamik und der Ausleuchtung der erfolgten Politikneuerungen vor allem von Seiten der Europäischen Zentralbank und der Euro- bzw. EU-Gipfel. Zudem werden langfristige Reformvorschläge für die nationale und supranationale Ebene formuliert und schließlich die Interessen sowohl der Arbeitnehmer-Haushalte wie der Unternehmen in der EU bzw. der Eurozone ausgeleuchtet. Der Kurs der EZB wird weitgehend als zielführend eingeordnet, das Krisenmanagement der Bundesregierung bzw. der Euro-Gipfel als in Teilen problematisch angesehen. Dabei erscheint als unbestreitbar, dass Deutschland Solidarität mit den Krisenländern gezeigt hat, aber man kann doch auch die Frage stellen, ob denn die Art der Maßnahmen und viele Verzögerungen nicht die Anpassungsrechnung für die Krisenländer und für Deutschland erhöht haben. Bei aller Eurokrisen-Politik bzw. der Hektik der politischen Akteure sollte man dennoch nicht übersehen, dass die Politik unverändert auch die Aufgabe hat, die strukturellen Problemfaktoren der Transatlantischen Bankenkrise unter anderem mit verbesserten Regulierungen anzugehen, denn die Eurokrise ist einerseits in Teilen ein Echoeffekt der Transatlantischen Bankenkrise und die in dieser Krise eingetretene starke Erhöhung der Schuldenquoten vieler OECD-Länder schwächt die Handlungs- und Widerstandskraft gerade auch vieler EU-Länder in der Eurokrise. Die Tatsache etwa, dass die Risikoprämien in den USA und der EU im Zeitraum 2004-2006 unnormal niedrig waren, hat natürlich eine sehr starke Expansion der Kreditnachfrage bzw. der Kreditvergabe auch in Europa begünstigt. Wenn die Bepreisung von Risiken nicht durch mehr Transparenz und bessere Regulierungen auf den Finanzmärkten vernünftig verbessert wird, dann könnten viele westliche Industrieländer schon bald in einer neuen Finanzmarktkrise stecken. Allerdings hat die Eurokrise natürlich auch eigenständige Krisenelemente,

die teilweise jedoch in Teilen der Öffentlichkeit nicht bekannt sind. Die Frage nach strukturellen Krisenursachen und Verantwortlichkeiten ist zu stellen.

Die Krise in Griechenland muss als besonders schwierige Herausforderung der Politik gelten, wobei das Land ohne Hilfe – auch technische Unterstützung im Reformprozess – kaum Aussichten auf mittelfristige Gesundung hat; Ansatzpunkte für eine Stabilisierung könnten sich in 2013/2014 ergeben. Andere Krisenländer der Eurozone sollten bei eigenen adäquaten Reforminitiativen selbst in der Lage sein, den Weg zurück zum Kapitalmarkt zu finden. Die Rückführung der hohen Schuldenquoten vieler OECD-Staaten ist mittel- und langfristig dringlich, aber zugleich ist zu betonen, dass die Ursachen der massiven Erhöhung der staatlichen Schuldenquoten im Zeitraum 2007-2011 sehr wesentlich in der Transatlantischen Bankenkrise liegen; und die Größenordnungen sind so, dass eine erhebliche Rückführung der Schuldenquoten vieler Länder Zeit braucht und dass eine unkoordinierte Parallelpolitik obendrein zusätzliche Risiken birgt. Bis Ende 2012 sind einige Reformschritte national und international vollzogen worden, aber eine Reihe von Reformfordernissen ist unerledigt geblieben. Eine große Gefahr für die Eurozone bleibt das Risiko, dass ausgehend von einer denkbaren bonitätsmäßigen weiteren Herabstufung der USA die Ratings auch von Euro-Ländern herabgestuft werden und dann Spanien und Italien den Zugang zum Kapitalmarkt verlieren. Ähnliches kann geschehen, wenn unzureichende Konsolidierungen und Strukturreformen in der Eurozone selbst – oder eine Rezessionsverschärfung oder bestimmte negative externe Schocks – zu einer Welle von bonitätsmäßigen Herabstufungen für zahlreiche Euro-Länder führen; für eine Doppelkrise Spanien und Italien sind die verfügbaren Rettungsschirme EFSF und ESM zu klein, so dass es eine solche Krise zu vermeiden gilt.

Grundsätzlich haben einige Euro-Länder bis 2013 absehbar schon sichtbare Konsolidierungsfortschritte erreicht und Konsolidierungsmaßnahmen umgesetzt, so dass die Eurozone mittelfristig stabilisiert werden kann; dabei bleibt ein schwieriger Sonderfall Griechenland, bei dessen Stabilisierung man die umfangreichen Privatisierungserfahrungen aus osteuropäischen Transformationsländern bislang nicht berücksichtigt hat. In Griechenland erfolgt eine recht einseitige Sanierung, bei der im Übrigen zu wenig auf institutionelle Reformen geachtet wird; mit Austeritätspolitik (allein) wird man das Land nicht stabilisieren können; wachstumspolitische Weichenstellungen sind unerlässlich. Der Faktor Kapital trägt wegen des sonderbar unergiebigem Steuersystems in Griechenland kaum zur Haushaltssanierung bei und hat sich offenbar auch früher einer fairen Verteilung der Steuerlasten häufig entziehen können. Zugleich ist fraglich, ob das Land ohne Marshall-Plan bzw. aktive Unterstützung der Partnerländer nachhaltig stabilisiert werden kann. Dass auch in Spanien und Portugal bei der Sanierung Rechtspositionen der Arbeitnehmerschaft unterminiert werden, ist problematisch. Die soziale Balance in der europäischen Sozialen Marktwirtschaft gilt es zu

erhalten. Dafür sind allerdings auch Strukturreformen notwendig; und gerade auch solche, die Wachstum bringen.

Das institutionelle Gefüge der EU bzw. der Eurozone ist im Jahr 2012 widersprüchlich – wie von Seiten des IWF festgestellt wurde –, so dass schon von daher dringender institutioneller Reformbedarf besteht; ob die Politik eigentlich notwendige Schritte hin zu einer Euro-Politikunion gehen wird, bleibt abzuwarten. Kurzfristig ist dringlich, dass die Budgettransparenz der Euro-Länder erhöht wird, indem man einheitliche Software in den Finanzministerien aller Euro-Länder einführt und der Europäischen Kommission vollständige Einsichtsmöglichkeiten gibt. Es gibt gewichtige Argumente für eine beschränkte und bedingte Einführung von Euro-Staatsanleihen, die nicht nur Zinsvorteile bringen, sondern vor allem den Banken in ihren Bilanzen zu einem praktisch risikolosen Aktivum verhelfen – besonders sinnvoll im Fall eines Austausches bestehender nationaler Euro-Anleihen durch Gemeinschaftsanleihen; von Seiten der Banken ist dann zu erwarten, dass eine erhöhte Kreditvergabe an die Unternehmen stattfindet, was ein wichtiger Impuls zur Überwindung der Rezessionstendenzen wäre. Die Währungsunion ist unverändert eine attraktive Institution – Lettland möchte 2014 beitreten.

Wenn man die Kosten eines möglichen Zerfalls der Eurozone betrachtet, dann ergeben sich laut Analyse des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung – im Sondergutachten 2012 – möglicherweise sehr hohe Kosten für Deutschland (25-50 % eines Jahres-Bruttoinlandsproduktes). Das Auseinanderbrechen der Eurozone gilt es daher zu verhindern. Die gelegentlich in der öffentlichen Diskussion aufgestellte Behauptung, dass die Eurozone ein ökonomischer Misserfolg per se ist, übersieht die Tatsache, dass die erste Euro-Dekade große ökonomische Erfolge brachte: niedrige Inflation, mehr neue Jobs als in den USA und anhaltendes Wachstum. Dass die nationale Fiskalpolitik bislang zu wenig koordiniert ist und die Neigung von Ländern besteht, zeitweise sehr hohe Defizitquoten zu realisieren, ist jedoch nicht zu übersehen. Daher bedarf es neuer und besserer Regeln in der Eurozone; solche sind bislang jedoch kaum verankert worden. Die Tatsache dass die Mitwirkung in der Eurozone in südlichen Euro-Ländern die Kreditkosten gesenkt hat, stimulierte nicht nur Investitionen, sondern auch einen erhöhten Konsum bzw. erhöhte Kreditaufnahme des privaten Sektors und selten ist es dem Staat gelungen, durch kluge Wirtschaftspolitik eine neue makroökonomische Balance zu halten: Mit einer nachhaltigen Verbindung von annäherndem Leistungsbilanzgleichgewicht – hier wären auch Maßnahmen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit sinnvoll – und internem Gleichgewicht bzw. Herstellung von Vollbeschäftigung. In manchem Land hätte etwa eine rechtzeitige Erhöhung von Mehrwertsteuern und Innovationsförderung gerade jene Kombination von Konsumdämpfung und Wachstums- bzw. Wettbewerbsfähigkeitssteigerung erzeugen können, die angemessen gewesen wäre. In der komplizierten Phase der Transatlantischen Bankenkrise ist

es der Politik in einzelnen Ländern erst Recht schwegelallen, optimale Maßnahmen zu ergreifen. Die Politikprobleme haben sich im Zeitraum 2007-2012 verkompliziert und zudem sind parallele Abschwungskräfte in mehreren Ländern gleichzeitig aufgetreten, was stabilitätspolitisch als Verschärfung der Lage anzusehen ist und eigentlich nach einer verstärkten makroökonomischen Koordination verlangt. Hier müssen sich die Eurozone bzw. die EU nun bewähren.

Es ist wichtig, dass die EU die Herausforderung der Eurokrise erfolgreich annimmt und gerade Deutschland in der Zusammenarbeit mit den Partnern in Europa bzw. mit den internationalen Organisationen die Stabilisierung der Eurozone nachhaltig realisiert. Eine einseitige Stabilisierungspolitik zulasten der Arbeitnehmerschaft ist zu vermeiden. Was die bedingte neue EZB-Ankaufspolitik bei Staatsanleihen vom September 2012 angeht, so setzt sie konzeptionell aus ökonomischer Sicht eine bestimmte Form der Offenmarktpolitik einerseits um – eine Standardoption der Geldpolitik seit jeher in OECD-Ländern; andererseits korrigiert sie tendenziell die unnormale Situation extremer Zinsunterschiede innerhalb der Eurozone (dabei steht der Fall Griechenland für einen Sonderfall). Dass die EZB relativ kurzlaufende Papiere mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren ankaufen will, ist vertretbar. Sofern die EZB nur einen Teil der im Sekundärmarkt umlaufenden Bestände an Anleihen aufkauft, wirken die Marktsignale im Primärmarkt weiter – der Staat zahlt auch weiterhin marktgerechte Zinszahlungen, wovon ein Teil an die Zentralbank geht. Die bedingte baldige Einführung von Eurobonds wäre wünschenswert als Basis für Quantitative Easing und um in den Bankbilanzen wieder ein risikofreies Aktivum zu haben sowie um Zinssenkungs- bzw. Zinsnormalisierungseffekte in der Eurozone zu erreichen. Für den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik sind von den Übertreibungen auf Finanzmärkten ausgelöste extreme Zinsunterschiede höchst problematisch. Eine optimale Koordination von Geld- und Fiskalpolitik erfordert faktisch, dass Staatsaufgaben und -ausgaben stärker auf die supranationale Politikebene verschoben werden, und zwar ohne Anstieg der Staatsverbrauchsquote insgesamt. Im Rahmen einer Euro-Politikunion könnte mittelfristig die Währungsunion nachhaltig solide umgesetzt werden. Auf G20-Ebene gibt es im Übrigen Reformdefizite in Sachen Bankenkrise.

Mit den Beschlüssen der Bundesregierung vom 30. November 2012 in Sachen Griechenland ist deutlich geworden, dass es im Zuge eines Zinsverzichtes und wegen der gewährten Laufzeitenverlängerung zu einer Belastung auch des Bundeshaushaltes kommen wird; dass die Griechenland-Sanierung einen Preis verlangt, war ohnehin seit 2010 schon offensichtlich. Allerdings hätte der Preis für die Steuerzahler in Deutschland viel geringer sein können, wenn man denn in vernünftigem Rahmen (Kernbereiche der Daseinsvorsorge außen vorlassend) schon im Frühjahr 2010 in Verbindung mit dem ersten Kreditprogramm für Griechenland eine umfassende Privatisierung organisiert hätte – natürlich auch mit Unterstützung einschlägig erfahrener osteuropäischer Länder, Vertretern der

Treuhandanstalt aus Deutschland und den mit großer Erfahrung ausgestatteten Experten der „Osteuropa-Bank“ EBRD in London. Diese Chance hat man sonderbarerweise verpasst, bei Griechenland hat man auch nach drei Jahre Krisenmanagement wenig Fortschritt bei der Schuldenquote erreicht, selbst wenn das angedachte Rückkaufsprogramm eine Schuldenreduzierung um die geplanten 30 Mrd. – bei einem Kapitaleinsatz von rund 10 Mrd. € – bringt, so wird die Schuldenquote Ende 2012 noch bei etwa 160% sein und die EU-Prognose beim Wirtschaftswachstum lässt für 2013 neue politisch-ökonomische Instabilität in Griechenland erwarten: 4,2% Schrumpfung des realen Bruttoinlandsproduktes werden von der EU prognostiziert, so dass dann bis Ende 2013 der über sechs Rezessionsjahre kumulierte Rückgang beim Realeinkommen rund 25% ausmachen wird; die Arbeitslosenquote dürfte auf 30% steigen, die Jugendarbeitslosenquote auf 60%. Das sind untragbare Zustände, es ist unverständlich, dass die EU bzw. die Euro-Länder nicht Mittel mobilisieren, um über eine Investitionsförderung – eben eine Art Marshall-Plan – neue Jobs in Griechenland zu schaffen und Wirtschaftswachstum schon in 2013 zu erreichen. Es ist gänzlich unvernünftig, dass man in einem EU-Land 1/3 der Bevölkerung ohne Arbeit lässt bzw. so viele Menschen nicht ihren eigenen Lebensunterhalt verdienen können. Dass man ein Land ins sechste Rezessionsjahr hintereinander laufen lässt, markiert einen bedenklichen historischen Rekord für Industrieländer. Wenn man bedenkt, dass schon in der EZB-Bankenumfrage vom Frühjahr 2012 25% der Unternehmen in Griechenland erklärten, dass Kreditanträge abgelehnt wurden (14% im Herbst 2011), dann muss bei Verschärfung dieser Tendenz davon ausgegangen werden, dass viele Investitions- und Wachstumsprognosen für Griechenland für 2013 zu optimistisch sind. Ein Griechenland-Konkurs und auch ein Austreten des Landes aus der Eurozone sind weiter nicht ausgeschlossen.

Wenn man endlich geeignete Maßnahmen ergriffe, dann könnte man die Probleme der Eurozone in wenigen Jahren überwinden; bei Griechenland wird allerdings eine längere Anpassungszeit erforderlich sein. Welche Dynamik in der Euro-Krise wirkt und welche Politikoptionen besonders vielversprechend sind, wird im Weiteren analysiert. Die Vorteile einer Euro-Politikunion könnten im Übrigen erheblich sein, aber ohne einen Nutzengewinn wird man seitens der Politikakteure keine deutlichen Initiativen für eine solche Union sehen; eine öffentliche Debatte hierzu im Vorfeld ist unabdingbar. Dabei wird hier nicht nur davon ausgegangen, dass eine Politische Union notwendig ist, um die Defizit- bzw. Schuldenregeln zuverlässig politisch zu verankern, sondern sie ist auch Basis für eine supranationale Stabilisierungspolitik und die Ausgabe von Euro-Gemeinschaftsanleihen. Diese wiederum ist Grundlage für die Einsparung von Zinsausgaben des Staates, denn Euro-Bonds (sofern in einem vernünftigen Rahmen begeben, der nachfolgend entwickelt bzw. skizziert wird) können einen größeren liquideren Finanzmarkt darstellen als bisherige Staatsanleihenmärkte. Ein Zinssenkungseffekt kann dabei auch dadurch eintreten, dass die Europäische

Zentralbank klar als Lender of Last Resort wahrgenommen wird; also als Institution, die in einer Phase einer Liquiditätsklemme im Grenzfall unbegrenzt Liquidität bereit stellt. Die Zinseinspareffekte für den Staat und die Zinssenkungseffekte für Unternehmen und private Haushalte könnten sich in diesem Kontext auf 0,5% bis 1% des Bruttoinlandsproduktes belaufen. Bezogen auf das Pro-Kopf-Einkommen wäre mit einem auf die Gegenwart kapitalisierten Wohlfahrtsgewinn von 3000 bis 7500 € zu rechnen, der sich bei Kapitalisierung der Vorteile mit 4% ergibt. Der eigentliche Wert des Euros wird hier mit etwa 10 000 € beziffert – auf Basis von Zahlen, die in einer Stellungnahme des Autors am 9. Mai 2012 im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages vorgelegt wurden. Eine Reihe von neuen theoretischen Überlegungen zur Steuer- und Wachstumspolitik wird im Rahmen der Anhänge vorgelegt.

Man mag eine stärkere institutionalisierte Zusammenarbeit von EU-Ländern bzw. Euro-Ländern für wünschenswert halten, aber ob sich hierfür Unterstützung seitens der Politik und in demokratischen Mehrheiten finden lässt, ist unklar. Die Währungsunion in der EU wird einen eigenen Integrationsweg finden müssen, der möglicherweise auch eine gemeinsame Bankenaufsicht und einen Bankenabwicklungs- und Rekapitalisierungsfonds umfassen wird. Sobald es letztlich um Steuergelder von EU-Mitgliedsländern, etwa bei einem Bankenabwicklungs- und Rekapitalisierungsfonds, geht, wird man die Steuerzahler-Interessen angemessen berücksichtigen müssen – hier sollten Stimmengewichte nach ökonomischem Gewicht des jeweiligen Landes bemessen werden (etwa wie beim Internationalen Währungsfonds): Strategisch angemessene Weichenstellungen in der Wirtschaftspolitik gilt es zu vorzunehmen. Es ist nicht durchgehend nachvollziehbar, warum eine Politik der kleinen Schritte als Krisenpolitik sinnvoll sein soll; wenn es nicht rechtzeitig gelingt, im Rahmen von Euro-Reparaturarbeiten einen veränderten Politik- und Wirtschaftsrahmen langfristig zu verankern, dann kann man kaum mit einer stabilen Erwartungsbildung rechnen und es könnte zu einer Dauer-Eurokrise kommen.

Diese Studie entstand mit Unterstützung der Hans-Böckler-Stiftung, die unsere Forschungen zu Fragen der Euro-Stabilisierung dankenswerterweise gefördert hat. Für technische Unterstützung danke ich am EIIW Frau Christina Wiens, Frau Evgeniya Yushkova sowie den Herren Deniz Erdem, Samir Kadiric, Jens Perret, Marcel Tollmann und Thomas Domeratzki. Die Verantwortung für die Studie liegt allein beim Autor. Die Eurozone bzw. die EU steht vor großen Herausforderungen.

*Wuppertal und Brüssel, Anfang Januar 2013*

*Paul JJ Welfens, Präsident des Europäischen Instituts für Internationale Wirtschaftsbeziehungen (EIIW) an der Bergischen Universität Wuppertal, Lehrstuhl Makroökonomik; Jean Monnet Lehrstuhl für Europäische Wirtschaft; IZA Research Fellow, Bonn, Non-resident Senior Fellow at AICGS/Johns Hopkins University*

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	XIV
Tabellenverzeichnis.....	XV
Zusammenfassung .....	XVI
<b>1. Einführung .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Euro-Krisendynamik in 2010-12.....</b>	<b>21</b>
2.1 Anpassungsfähigkeit begrenzt, Perspektiven schwierig .....	26
2.2 Direktinvestitionen.....	28
2.3 Euro-Krisendynamik im Kontext der Griechenland- und Irland-Krise in 2010.....	30
2.4 Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Länder 2010-2012.....	37
2.5 Zur längerfristigen Schuldendynamik .....	43
2.6 EZB-Euro-Bonds? .....	50
<b>3. Ansteckungsdynamik und Problematik einer Ausweitung der Euro-Krise.....</b>	<b>53</b>
<b>4. Probleme der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ausgewählter EU-Länder.....</b>	<b>61</b>
<b>5. Problematisches Krisenmanagement und Transatlantische Perspektiven zur Politik des Quantitative Easing.....</b>	<b>63</b>
<b>6. Ansatzpunkte zur Überwindung der Krise von 2012 und zur Stabilisierung der Beschäftigung in der EU .....</b>	<b>68</b>
6.1 Exportdurchschnittserlöse und Spezialisierungsstruktur in einzelnen Ländern – Analysebefunde.....	70
6.2 Fiskalische Anpassungsprogramme einzelner Euro-Krisenländer .....	76
<b>7. Politikoptionen: Wiederherstellung einer Normal-Euro-Phase oder Hinwendung zur Politischen Union?.....</b>	<b>82</b>
<b>8. Rolle der EZB bei der Überwindung der Euro-Krise .....</b>	<b>87</b>
8.1 Grundlagen des EZB-Handelns.....	87
8.2 Bundesverfassungsgericht gibt EZB-Ankaufspolitik grünes Licht ...	90
8.3 Neue EZB-Ankaufspolitik als vernünftige Strategie .....	94
8.4 Kontroverse um Eurobonds und Haftungsrisiken .....	101
8.5 Bankenunion .....	117
8.6 BRANSON-Modell als Analysebasis für Quantitative Easing.....	123
<b>9. Euro-Staatsanleihen, Binnenmarktdynamik und Politische Union .....</b>	<b>132</b>

<b>10. Globale Fragen und EU-Entwicklungsperspektiven .....</b>	<b>135</b>
10.1 Problematik der globalen Rettungsarchitektur für die Eurozone....	135
10.2 Wachstums- und verteilungspolitische Reformfragen.....	140
10.3 Aspekte einer Euro-Politikunion .....	154
10.4 Neue EU-Regeln zur Verschuldung.....	158
<b>Literatur.....</b>	<b>166</b>
<b>Anhang 1: EZB Analyse zum Reformbedarf.....</b>	<b>172</b>
<b>Anhang 2: ESM: Europäischer Stabilitätsmechanismus .....</b>	<b>173</b>
<b>Anhang 3: Deutsche Wiedervereinigung und Euro-Währungsunion.....</b>	<b>174</b>
<b>Anhang 4: Marktwert von Staatsschulden bei einem Haarschnitt.....</b>	<b>175</b>
<b>Anhang 5: Finanzmarktfragmentierung in der Eurozone, Aufholprozesse,     Infrastruktur und Realkasse als Produktionsfaktoren .....</b>	<b>176</b>
<b>Anhang 6: Zur Größenordnung der Eurovorteile.....</b>	<b>188</b>
<b>Anhang 7: Einkommensmultiplikatoren im Wachstumsmodell.....</b>	<b>192</b>
<b>Anhang 8: Auswahl der Euro-Starterländer .....</b>	<b>195</b>
<b>Anhang 9: Modelltheoretische Überlegungen zur Krisenanalyse.....</b>	<b>197</b>
<b>Anhang 10: Arbeitslosenstatistiken in den ausgewählten EU-Ländern... 201</b>	
<b>Anhang 11: Indikatorfunktion der „Echten Sparquote“ (nach Weltbank)     und EIIW-Vita-Indikator .....</b>	<b>204</b>
<b>Anhang 12: Budgetkonsolidierungsaspekte mit Blick auf den     Einkommenssteuersatz und den Mehrwertsteuersatz.....</b>	<b>207</b>
<b>Anhang 13: Einkommenssteuersatz und Schuldenquote im Steady     state .....</b>	<b>220</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Bankaktiva relativ zum Bruttoinlandsprodukt .....	4
Abbildung 2: Leistungsbilanzposition ausgewählter Euro-Länder in % des Bruttoinlandsproduktes .....	39
Abbildung 3: Zinsen langfristiger Staatsschuldtitle (10 Jahre), %, Monatsdaten .....	53
Abbildung 4: Romer-Modell einer Staatsschuldenkrise .....	56
Abbildung 5: RCAs und EUV [Exportdurchschnittserlös] für ausgewählte Euroländer (EIIW-Berechnungen) .....	71
Abbildung 6: Arbeitslosenquoten (Jahresdaten) .....	201
Abbildung 7: Arbeitslosenquoten (Jahresdaten) .....	201
Abbildung 8: Quote der Langzeitarbeitslosen (in % der Erwerbspersonenbevölkerung, Jahresdaten) .....	202
Abbildung 9: Quote der Langzeitarbeitslosen (in % der Erwerbspersonenbevölkerung, Jahresdaten) .....	202
Abbildung 10: Adjusted net savings rate of selected countries.....	204
Abbildung 11: Effekt der Mehrwertsteuer auf die Produktion (Mehrwertsteueraufkommen = Viereck $p_0GFp''_0$ ).....	215

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Schuldenquote 2000/2007/2011 USA, UK, Eurozone, Japan .....	8
Tabelle 2:	Reale Lohnstückkosten: Gesamtwirtschaft .....	23
Tabelle 3:	Makroökonomische Indikatoren und Euro-Vorteile .....	24
Tabelle 4:	Staatsverschuldung (in % des BIP zu Marktpreisen, basierend auf ESA 1995) .....	47
Tabelle 5:	Fiskaldefizitquote (in % vom BIP zu Marktpreisen).....	48
Tabelle 6:	Realer langfristiger Zinssatz (BIP-Deflator für Inflationsberechnung) .....	49
Tabelle 7:	Differenz zwischen der Wachstumsrate des BIP zu konstanten Preisen (Basisjahr 2005) und dem realen langfristigen Zinssatz (Inflationsberechnung auf Basis DeflatorBip; negative Differenz farbig markiert) .....	50
Tabelle 8:	Bausteine des „Fiskalpaketes“ (SKS = Fiskalpakt) .....	82
Tabelle 9:	Zinssteuerquote (staatliche Zinsausgaben relativ zum Bruttoinlandsprodukt) in ausgewählten Ländern .....	143
Tabelle 10:	Dauerhafte Vorteile der Währungsunion in Kombination mit politischer Union: Erhöhung des realen Wirtschaftswachstums in Prozentpunkten (inklusive "kostenlose" Importe von Gütern im Kontext des Reservewährungseffektes) .....	191
Tabelle 11:	Konvergenzkriterien der EU-Staaten vor dem Euro-Start, 1997	195
Tabelle 12:	Griechenland: Vermögensbestände des Staates .....	196
Tabelle 13:	Jugendarbeitslosenquoten, weniger als 25 Jahre, (in %), Jahresdaten .....	203

## Zusammenfassung

Die Krise der Eurozone hat für große politische Unruhe in der EU gesorgt und z.T. zu starken Anpassungsschritten bzw. ökonomischen Einschnitten in Euro-Krisenländern geführt. Die Massenproteste etwa von Arbeitnehmern in Spanien und Portugal Mitte September 2012 und massive Proteste in Griechenland in 2011/2012 sind Indiz einer angespannten sozialen Situation im Kontext von Konsolidierung und Strukturreformen: Viele Menschen sehen kritische Belastungsgrenzen erreicht, das Vertrauen in die Aufschwungkkräfte ist nur moderat. Zugleich ist insgesamt eine Euro-Stabilisierung in 2012 erst ansatzweise gelungen, wobei der Rolle der Europäischen Zentralbank einerseits und den Reformprogrammen in Krisenländern andererseits ein großes Gewicht zukommt.

Die Krise der Eurozone bzw. von immer mehr Euro-Ländern im Zeitraum 2010-12 hat bei vielen Menschen, aber auch bei Investoren im In- und Ausland sowie bei politischen Akteuren weltweit ernste Sorgen über die Stabilität und Zukunftsfähigkeit der Eurozone hervorgerufen. Viele Menschen fürchten, dass hohe Haftungsrisiken Deutschlands tatsächlich stark belasten werden, andere sehen kurz- und mittelfristige Inflationsgefahren und wieder andere fordern, dass die Eurozone geteilt werden möge – etwa in Nordländer und Südländer. Nicht selten wird bedauernd festgestellt, dass in der Eurozone einzelne Länder nicht abwerten könnten; allerdings ist in den USA die Heterogenität der Bundesstaaten durchaus vergleichbar mit der ökonomischen Heterogenität der Euro-Länder und eine nominale Abwertung ist innerhalb der USA unmöglich.

Die Eurozone hat ein recht erfolgreiches Startjahrzehnt erlebt, in dem es auch einige Erweiterungen der Währungsunion gab. Nach dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers ist aber eine starke und plötzliche Erhöhung der Risikoprämien auf den Kapitalmärkten festzustellen und Euro-Länder mit hohen Staatsschuldenquoten, hohen Defizitquoten – bei hoher Auslandsverschuldung – und fragilen Bankensystemen sahen sich nach 2009 erheblichen Refinanzierungsproblemen bei der Staatsschuld ausgesetzt.

Die Eurozone ist durch die Krisen in Griechenland und Irland, jeweils im Wesentlichen von nationalen Regierungen durch verfehlte Politik verursacht, in 2010 in eine zunächst überschaubare Krise geraten. Ein politischer Defizitbetrug in Griechenland im Wahljahr 2009 und jahrelange Nichtanwendung der Bankenaufsichtsregeln der EU in Irland – mit nachfolgenden überrisikanten Expansionsstrategien von Banken – stehen hinter der griechischen und der irischen Krise als Auslöser. Aus dieser Doppelkrise von 2010 wurde dann durch die weiteren Fälle Portugal, Spanien und Zypern sowie implizit auch Italien und Slowenien bis Mitte 2012 ein ernstes Eurozonen-Problem, wobei schlechtes Krisenmanagement mit zur Krisenverschärfung beitrug. Die Rating-Agenturen haben selbst Impulse

zur Euro-Krisendynamik gegeben, die Ratings folgen der Entwicklung der Staatsschuldendynamik bzw. der Zinssätze in den OECD-Ländern mit einer Zeitverzögerung und weil die Ratings die Zinssätze beeinflussen, können sie eine Negativedynamik im Sinn einer sich selbst erfüllende Prophezeiung bzw. einer dramatischen Krisenverschärfung auslösen; und zwar ohne dass Fundamentalfaktoren die Werte der Krisenindikatoren rechtfertigen. Die theoretischen Überlegungen hierzu gehen bis auf Beiträge von Ende der 80er Jahre in der Fachliteratur zurück, insbesondere das CALVO-Modell zur Staatsschuldendynamik bzw. zu Mehrfach-Gleichgewichten – und die empirischen Belege liefert die aktuelle Analyse von GÄRTNER/GRIESBACH. Den Sachverhalt, dass eine Systemkrise droht und man daher auch eine entsprechende Politikantwort braucht, statt einfach nur nach nationalen Konsolidierungsschritten und Strukturreformen zu rufen, hat man seitens der Bundesregierung kaum beachtet. Aus der Sicht des CALVO-Modells bzw. der Befunde von GÄRTNER/GRIESBACH ergibt sich, dass eine gezielte adäquate Politikintervention notwendig ist, um aus einem instabilen „schlechten“ Quasi-Gleichgewichtspunkt bzw. einer instabilen Lage herauszufinden. Eine sich selbst erfüllende Katastrophen-Prophezeiung gilt es zu verhindern.

Es ergibt sich auch, dass unklare Politiksignale in Sachen Verbleib Griechenlands und anderer Krisenländer in der Eurozone zu einem weiteren Anstieg der Zinssätze in vielen Ländern geführt haben, was das Risiko einer sich selbst erfüllenden Katastrophen-Prophezeiung mit sich bringt. Dem sollte die Politik mit klaren Signalen entgegenreten und auch pragmatische bzw. unkonventionelle Politikoptionen nicht ausschließen. Es ist wichtig, dass längerfristig Euro-Länder ein A-Rating haben, damit nicht bei ungünstigen makroökonomischen Schocks eine Eigendynamik entsteht, die zuerst zu einer Verschuldungskrise und dann zu einem Absturz in eine Art Insolvenzfall mit fehlendem Handlungsspielraum des Staates führt.

In einer Reihe von Euro-Ländern sind Maßnahmen zur Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und für Unternehmensneugründungen sowie mehr Innovationsdynamik dringlich. Die Befunde zeigen bei einigen Kohäsionsländern, dass sich die industrielle Spezialisierung nicht immer im Einklang mit der relativen Faktorausstattung bzw. den Anpassungsnotwendigkeiten befindet. Auch Privatisierungsdefizite – etwa in Griechenland und Slowenien sowie Italien – sind in einigen Ländern auffällig, wobei Italien eine schrittweise Privatisierungspolitik gestartet hat. Italien leidet seit den 90er Jahren unter einem schwachen Produktivitäts- bzw. Wirtschaftswachstum: Vor erheblichen Anpassungs- bzw. Modernisierungsproblemen steht daher unter den Krisenländern vor allem Italien mit seiner Schuldenquote von rund 120% in 2012, das neben Griechenland in der Eurozone als besonders schwacher Anziehungspunkt für ausländische Direktinvestitionen in der Eurozone erscheint, wobei im EU-Vergleich hohe Unternehmenssteuersätze, ein relativ ineffizientes Rechtssystem und ein

Mangel an Großunternehmen als dahinter stehende Teilprobleme gelten können. Die Dominanz von Klein- und Mittelunternehmen auf der Güterangebotsseite im Sektor der handelsfähigen Güter erscheint zudem als hinderlich für Italiens Exportdynamik, insbesondere auch wenn es darum geht, die Exporte außerhalb der EU zu steigern – hier entstehen z.T. hohe Markteintrittskosten, die für Großunternehmen relativ leicht abzufedern sind; zugleich erscheint die Dominanz von Klein- und Mittelunternehmen auch mit als ein Grund dafür, dass die Direktinvestitionsbestände Italiens mit 23,5% des Bruttoinlandsproduktes viel geringer waren als die entsprechenden Zahlen für Deutschland und Frankreich mit 42,5% und 60%. Italiens Position bei den Doing Business-Indikatoren der Weltbank ist auch relativ schwach und verweist auf eine unzureichende institutionelle Modernisierung des Landes.

Seit der Transatlantischen Bankenkrise bzw. seit dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 sind die Risikoprämien deutlich gestiegen, in den vier Jahren danach sind die Zinssätze in der Eurozone z.T. markant auseinandergelaufen: Zinsdivergenz zwischen den Krisenländern und Deutschland/Frankreich und einer Reihe anderer Länder war zu beobachten; die Zinskonvergenz der Jahre 1999-2007 war verschwunden. Nun mag man etwa anhand von Rating-Modellierungen bzw. auf Basis theoretischer Überlegungen durchaus einige gute Gründe finden, weshalb die Zinssätze von Staatsanleihen verschiedener Länder auch in der Währungsunion unterschiedlich ausfallen sollten. Allerdings gilt es auch zu prüfen, ob denn innerhalb der Eurozone einige Länder von den Rating-Agenturen quasi unnormal behandelt werden bzw. sonderbar hohe – oder ggf. auch sonderbar niedrige – Zinssätze haben. Für die Geldpolitik in der Eurozone schaffen deutlich unterschiedliche Zinssätze in den Euro-Ländern Transmissionsprobleme bzw. die Geldpolitik kann dann mit Rücksicht etwa auf Euro-Länder, die schon einen sehr hohen Zinssatz verzeichnen, kaum mehr eine Zinserhöhungspolitik durchführen, wenn denn die Gesamtsituation in der Eurozone eigentlich eine solche zwecks Eindämmung von Inflationsgefahren erfordern würde. Umgekehrt kann man auch nicht ohne Weiteres eine Zinssenkungspolitik zur Stimulierung der Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone durchführen, da etwa in Deutschland und Frankreich bei einem in der Ausgangssituation negativem Realzinssatz noch eine weitere Absenkung des realen Zinssatzes zustande käme. Damit aber drohen Fehlallokationen der Ressourcen bzw. Wohlfahrtsverluste. Grundsätzlich könnte man der Zinsdivergenz in der Eurozone mit der Einführung von Euro-Gemeinschaftsanleihen (Eurobonds) entgegen treten. Allerdings liegen dann Kreditaufnahme und Haftung – je nach Ausgestaltung der Regeln – nicht mehr in einer Hand. Es müssten bei „synthetischen Eurobonds“ alle Länder zusammen haften, aber jedes Land hätte – bei der bestehenden politischen Kompetenzverteilung – eine nationale Hoheit bei der Kreditaufnahme.

Gegen die Einführung von Gemeinschaftsanleihen („Eurobonds“) hat sich insbesondere das Ifo-Institut in 2011/2012 gewandt. Die vorgelegte Analyse, auf die einzugehen sein wird, ist allerdings weitgehend als wenig solide einzustufen und den quasi-nationalistischen Unterton an einer Stelle des entsprechenden Beitrages kann man nur als sehr sonderbar einstufen. Es erscheint, anders als Sinn und seine Co-Autoren behaupten, keineswegs im ökonomischen langfristigen Interesse Deutschlands, dass die Sondersituation künstlich niedriger realer und nominaler Zinssätze für Deutschland fortgesetzt wird. Vielmehr wäre eine Zinsnormalisierung – mit positivem normalem Realzinssatz – für Deutschland und die ganze Eurozone wünschenswert, wobei eine für die meisten Euro-Länder dann eintretenden Realzinssenkung Investitionen, Wachstum und Steuereinnahmen stimulieren bzw. damit auch die Haftungsrisiken Deutschland senken würde; zudem würde Deutschland export- und wachstumsmäßig sowie bei den Steuereinnahmen von einer verbesserten Konjunktur in vielen Euro-Partnerländern profitieren.

Eurobonds sind gemeinschaftlich garantierte Staatsschuldtitel, die unter bestimmten Bedingungen in der Eurozone zügig eingeführt werden könnten. Hierzu gehört, dass in den nationalen Verfassungen eine Schuldenbremse eingeführt wird, in die die politische Zentralebene wie die Regionen und Kommunen eingebunden sind – und dass man ein Überschusserfordernis im Boom festsetzt, das mit automatisierten Strafzahlungen sanktioniert wird. Führt man Eurobonds in Höhe von zunächst etwa 30% des Euro-Bruttoinlandsproduktes ein – ggf. noch teilweise abgesichert durch Staatsvermögen –, dann wird sich unmittelbar ein liquider Markt für die Gemeinschaftsanleihen entwickeln und sich zudem ein niedriger Zinssatz einpendeln. Solche Eurobonds werden idealerweise von der Europäischen Zentralbank eingeführt, da diese eine hohe Glaubwürdigkeit hat. Die EZB könnte diese EZB-Euro-Anleihen schrittweise einführen und gegen nationale Euro-Staatsanleihen umtauschen, wobei Banken eine bevorzugte Position erhalten könnten.

Die Einführung von EZB-Euroanleihen kann mit einer vierfachen Zielsetzung erfolgen: 1) Wiederherstellung eines annähernd einheitlichen Zinsniveaus als Basis einer funktionsfähigen Geldpolitik für die Eurozone. 2) Wiedereinführung risikoloser Anleihen in den Banken – wenn alle Banken wieder risikolose Papiere in der Bilanz haben, dann sinken die Kapitalbeschaffungskosten und die Banken werden vermehrt wieder Kredite an die Unternehmen geben und mehr Investitionen heißt dann mehr Beschäftigung, höhere Einkommen und steigende Steuereinnahmen. 3) Die Einführung von Eurobonds bringt niedrigere Zinssätze für fast alle Euro-Länder, Frankreich und Deutschland ausgenommen, wobei die Bundesbank die hier wirksamen Sichere-Hafen-Effekte aus den starken Zuflüssen von nervösem Auslandskapital mit einem Zwei-Prozent-Abschlag beim Zins für Staatsanleihen beziffert. Für Deutschland kann es aber nicht darum gehen, einen aus einer Euro-Krise kommenden künstlichen Zinsvorteil zu befestigen.

Vielmehr gilt es die Krise zu überwinden und bei einer Gesundung der Euro-Partner wird dann auch die deutsche Exportdynamik zunehmen, was den verminderten Zinsvorteil überkompensieren dürfte. 4) Mit Eurobonds hätte die EZB eine Basis, um wie in den USA und Großbritannien Staatsanleihen in einem Umfeld mit Mini-Notenbankzins anzukaufen – Zinsminderung mit Investitionsstimulierungseffekt, Währungsabwertung mit folgender Exporterhöhung und Erhöhung der Direktinvestitionszuflüsse wären Effekte dieser Politik.

Den Ländern der Eurozone ist eine strikte Umsetzung des Fiskalpaktes und des von der Kommission und dem Europäischen Parlament verabschiedeten Six Pack (Reformpaket) anzuraten, wobei unklar ist, wie dies konkret realisiert wird bzw. wie man neue Glaubwürdigkeit der EU-Institutionen erreichen kann. Praktische Verbesserungsmöglichkeiten gäbe es auch in Gestalt der Einführung einer einheitlichen Budgetsoftware in allen Euro-Mitgliedsländern – oder in den EU-Mitgliedsländern –, wobei die Europäische Kommission das Recht zur jederzeitigen Einsicht in die nationalen Budgets und deren Vollzug erhalten sollte. Eine kritische Frage betrifft die Rolle des EU-Kommissionspräsidenten bzw. von Kommissionspräsident Barroso, der weder den massiven Defizitbetrug Griechenlands noch die jahrelange Nichtumsetzung der EU-Bankenaufsichtsrichtlinie in Irland öffentlich angesprochen hat.

Mit der Londoner Rede (26. Juli 2012) von EZB-Präsident Draghi, unmittelbar vor dem Start der Sommerolympiade in London, hat die Europäische Zentralbank ein Signal gegeben, dass man mit adäquaten Mitteln rechtzeitig den Euro verteidigen werde. Unmittelbar darauf sind die langfristigen, aber auch die kurzfristigen Anleihezinssätze für Spanien und Italien zurückgegangen: Beide Länder können sich also sowohl kurzfristig als auch langfristig wieder besser am Markt finanzieren. Die EZB hat in ihren öffentlichen Erklärungen im Juli und August 2012 deutlich gemacht, dass sie den geldpolitischen Transmissionsmechanismus als gestört betrachtet und die Zinsdifferenzen innerhalb der Eurozone – faktisch betrifft das vor allem den Zinsaufschlag bei Spanien-Anleihen und Italien-Anleihen gegenüber Deutschland – als unnormal ansieht. Das neue Ankaufsprogramm für Staatsanleihen will man gemäß Ankündigung vom September 2012 seitens der EZB in geeigneter Weise umsetzen. Im August 2012 wurde in der Öffentlichkeit bzw. den Medien auch darüber spekuliert, ob die EZB womöglich eine Zinsobergrenze für die Staatsanleihen bestimmter Länder setzt. Dies wäre aus Sicht der Marktteilnehmer bei einem „normalen“ Zinssatz außerordentlich attraktiv, da damit Kursverluste bei relativ hochverzinslichen Anleihen etwa bei Spanien und Italien – sofern das die betroffenen Länder wären – ausgeschlossen wären; und das in einem Umfeld mit Niedrigzinssätzen wie Deutschland, Frankreich und wenigen anderen Euro-Ländern sowie USA und Großbritannien. Die Ankündigung der EZB vom 6. September 2012, ein neues bedingtes Anleihen-Programm zu starten, ist sinnvoll; es bleibt allerdings sicherzustellen, dass die Krisenländer auch wirklich die zugesagten bzw. notwendigen Strukturreformen

umsetzen. Die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes vom 12. September 2012 lässt die Möglichkeit offen, dass die EZB ein an Reformbedingungen der betreffenden Krisenländer gebundenes Anleiheaufkaufprogramm umsetzt – offenbar solange keine substanzielle Staatsfinanzierung via EZB betrieben wird. Die Konsequenz des neuen EZB-Ankaufprogramms, das verlangt, dass die Krisenländer entweder unter dem ESM ein volles Anpassungsprogramm umsetzen oder außerhalb des ESM besondere Anpassungszusagen machen, werden sinkende nominale und reale Zinssätze, steigende Aktienurse und höhere Investitionen sowie ggf. eine Überwindung der Rezession in der Eurozone sein. Mit den Vorschlägen für eine Euro-Bankenunion hat die Europäische Kommission ebenfalls am 12. September 2012 neue Vorschläge zur institutionellen Integration der Eurozone vorgestellt. Dass die EZB eine neue Rolle in der Bankenaufsicht bekommt, wirft neue Fragen auf; zur Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik trägt eine Doppelrolle von Geldpolitik und Bankenaufsicht eher nicht bei.

Die Eurozone könnte bei erfolgreichen Stabilisierungsmaßnahmen mittelfristig im Vergleich der Wirtschaftsräume USA, Großbritannien und Eurozone als der relativ stabilste Wirtschaftsraum erscheinen. Immerhin werden alle Euro-Krisenländer – außer Griechenland und Irland – eine strukturelle Defizitquote von unter 3% in 2013 erreichen (und die Eurozone wird laut Herbst-Prognose der Kommission in 2012 insgesamt bei der Defizitquote bei knapp unter 3% liegen); das wäre allerdings noch deutlich über der neuen Obergrenze von 0,5% des Bruttoinlandsproduktes, die laut Fiskalpakt, der 2013 in Kraft tritt, erreicht werden soll. Irland könnte wohl um 2016 bei der Nulllinie sein. Die Defizitquote Irlands in 2011 stand bei 13,4%, wovon 4,3 Prozentpunkte nochmalige Maßnahmen zur Bankenstabilisierung waren; 8,4% ist laut Herbstprognose 2012 der Europäischen Kommission die Defizitquote im Jahr 2012, gefolgt von 7,5% und 5% in 2013 bzw. 2014, wobei die Schuldenquote von 122,5% Spitzenwert in 2013 auf 119,2% in 2014 sinken soll. Sinkende Lohnstückkosten im Zeitraum 2010-2014 sollen zu einer Erhöhung der Leistungsbilanzüberschussquote beitragen, die laut EU-Prognose 2014 dann 4,4% des Bruttoinlandsproduktes erreichen soll; 2009 wurden -2,3% Defizitquote bei der Leistungsbilanz verzeichnet, danach Überschüsse (die Zahlenangaben in diesem und den folgenden zwei Abschnitten entstammen EUROPEAN COMMISSION, 2012, European Economic Forecast Autumn 2012).

Bei Griechenland lautete für 2013 hingegen der Prognosewert der Defizitquote -5,5%, was einen Anstieg gegenüber 4,8% in 2012 darstellt, 2014 sollen 4,6% erreicht werden und die konjunkturbereinigte Defizitquote soll bei 0,7% Überschuss in 2013 und 0,4% in 2014 liegen, während 2012 noch -1,5% bei der strukturellen Defizitquote im Herbst-Bericht 2012 ausgewiesen sind. Die Sparquote der privaten Haushalte in Griechenland soll laut EU-Prognose von 1,4% in 2012 auf 5,2% in 2014 ansteigen; die realen Lohnstückkosten sollen nach -8,2% in 2012 im Folgejahr um 3,6% sinken und dann in 2014 um 0,1%. Die Leistungsbi-

lanzdefizitquote von -8,3% in 2012 ist sehr hoch gewesen, die Prognosewerte für 2013 und 2014 lauten hier -6,3% und -5,2%, was deutlich zu hoch ist, da sich Griechenland auf dieser Basis weiter im Ausland verschulden muss. Von einer Rückkehr an den privaten Kapitalmarkt ist das Land aber weit entfernt und wird daher auf die Hilfen der EU-Partnerländer bis etwa 2020 angewiesen sein. Die strukturelle Defizitquote in Spanien war 2012 mit -6,3% hoch und wird von der EU für 2013 und 2014 mit -4,0 bzw. -5,3% angesetzt, wobei die Schuldenquote von 86,1% in 2012 (53,9% in 2009) auf 97,1% in 2014 ansteigen soll. Für 2013 und 2014 wird ein kleiner Überschuss in der Leistungsbilanz Spaniens prognostiziert. Bei Italien wird ein strukturelles Budgetdefizit von -0,4% in 2013 und -0,8% in 2014 prognostiziert (2012: -1,4%). Die Schuldenquote soll von einem Spitzenwert von 127,6% in 2013 auf 126,5% in 2014 fallen. Bei Portugal bleibt die Situation fragil, da die Schuldenquote 2013 und 2014 bei 123,5% liegen soll, die strukturelle Defizitquote soll von -4,1% in 2012 auf -2,5% in 2013 und -0,9% in 2014 fallen, die Leistungsbilanzdefizitquote sich von -3,0% in 2012 auf -1,8% bzw. -1,5% in 2013 bzw. 2014 vermindern. Da Portugal Ende 2012 rund  $\frac{3}{4}$  seiner Kreditlinie aus dem Rettungsfonds EFSF abgerufen haben wird, ist unklar, ob das Land in 2013/2014 ein weiteres Kreditprogramm braucht; eine Rückkehr an die internationalen Kapitalmärkte in 2014 könnte unter günstigen internationalen Rahmenbedingungen vermutlich gelingen, wobei die Europäische Kommission für 2014 ein leichtes Wirtschaftswachstum von 0,8% prognostiziert.

Großbritanniens Schuldenquote wird 2014 bei 95,1% liegen, was gegenüber 67,8% in 2009 eine deutliche Erhöhung darstellt, die nur angesichts des niedrigen Zinssatzes einstweilen noch tragfähig erscheint. Für Deutschland wird in 2012 seitens der Kommission von einer Schuldenquote von 81,7% ausgegangen, für 2013 bzw. 2014 von 80,8 bzw. 78,4%. Als Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsproduktes für 2012, 2013 und 2014 lautet 0,8%, 0,8% bzw. 2,0%. Die Sparquote der privaten Haushalte (Ersparnis relativ zum verfügbaren Einkommen) liegt recht stabil in 2012-2014 um 16%. Die Leistungsbilanzüberschussquote soll bis 2014 auf 4,7% sinken, die strukturelle staatliche Defizitquote soll 0,3% Überschuss in 2013 und 2014 erreichen (gegenüber 0,2% in 2012). Für Frankreich werden die Wachstumsraten 2012-2014 etwas geringer als für Deutschland angesetzt, die Schuldenquote soll von 90,0 auf 92,8% ansteigen. Die strukturelle Defizitquote von -3,4% in 2012 auf -2,0% bzw. -2,1% in 2013 und 2014 sinken. Das ist allerdings gegenüber der Vorgabe einer strukturellen Defizitquote von 0,5% im Fiskalpakt noch keine wirklich beruhigende Entwicklung. Es muss insgesamt als Problem der OECD-Länder erscheinen, dass viele Länder sich gleichzeitig auf eine Schuldenquote um 100% in 2014 hinbewegen, wobei dies eben auch für die USA gilt. Japans Schuldenquote von etwa 250% in 2013 ist höchst problematisch auf lange Sicht, da bei einer solchen Schuldenquote eine Anti-Deflationspolitik der Zentralbank kaum möglich sein wird; wenn die Nominalzinssätze deutlich ansteigen sollten, dann kann Japan mittelfristig erhebliche

makroökonomische Probleme bekommen, denn eine steigende Zinslastquote des Staates könnte dann zu einer restriktiven Fiskalpolitik zwingen. Die OECD-Länder insgesamt stehen vor nicht einfachen Jahren, in denen eine verstärkte Koordinierung durchaus sinnvoll wäre: Eine parallele Konsolidierungspolitik in alle größeren OECD-Ländern gleichzeitig könnte zu einer erheblichen Rezession in den Industrieländern führen. In den EU-Ländern wird ein gewisser Schrumpfungsprozesse im Bankensektor noch einige Jahre anhalten, zugleich dürften gerade deshalb für die Unternehmensfinanzierung Anleihen auch in Europa mittelfristig eine deutlich stärkere Rolle spielen, womit sich die Finanzierungsstrukturen in der EU stärker denen der USA annähern dürften.

Da alle Krisenländer um 2014/15 – mit Ausnahme von Griechenland (und möglicherweise Portugal) – Leistungsbilanzüberschüsse verzeichnen dürften, wird auch die Rückführung der nationalen Auslandsschulden der Krisenländer mittelfristig vorankommen, die Eurozone insgesamt hat gegenüber dem Rest der Welt eine in etwa neutrale Leistungsbilanzposition und steht daher auch hier besser als die USA oder Großbritannien da. Eine derartige Stabilisierung – hier als positives Szenario formuliert – sollte man nicht leichtfertig durch einen komplizierten faktischen Ausschluss Griechenlands aus der Eurozone erschweren. Es gibt durchaus Möglichkeiten, Griechenland bei der Stabilisierung entgegen zu kommen, etwa Zinszahlungen zu stunden oder auch über einen Marshall-Plan – mit Vorbedingungen – die Expansion und Modernisierung der griechischen Wirtschaft anzustoßen. Eine wichtige Frage ist allerdings, ob man auf Seiten Griechenlands und seitens der EU bzw. der Euro-Länder die richtigen Lehren aus den Staatsfinanzierungskrisen zieht. Mehr Budgettransparenz auf nationaler und regionaler Ebene, eine stärkere EU-Überwachung der Haushalte der EU-Länder – in Planung und Vollzug – und möglicherweise eine deutliche Verschiebung von Ausgaben und Aufgaben von der nationalen auf die supranationale Politikebene könnten zusammen mit neuen Defizit- und Schuldenregeln Reformschritte in die richtige Richtung sein (ein größeres Gewicht der supranationalen Ebene bei der Fiskalpolitik kann helfen, die hohen Ausgabenquoten auf nationaler Ebene insgesamt zu senken bzw. Effizienzgewinne und damit letztlich Realeinkommensgewinne für alle zu realisieren). Bis zu neuen institutionellen Strukturen aber wird es Jahre brauchen und natürlich muss die Währungsunion auch in der Zwischenzeit funktionieren. Der Europäischen Zentralbank kommt hier eine wichtige Rolle zu, da sie in der Eurozone und international als handlungsfähige Institution gesehen wird. Die EZB kann über ein Anleiheankaufprogramm Zinsauftriebendenzen eingrenzen bzw. zu einer verlängerten Anpassungszeit für Krisenländer beitragen, aber an strukturellen bzw. institutionellen Reformen führt am Ende kein Weg vorbei. Die EZB könnte auch versuchen, ein Auseinanderdriften in der Eurozone gezielt durch andere Maßnahmen zu verhindern.

Wenn sich die EZB entschließt, eine Zinsobergrenze beim Abstand zu Deutschlands Staatsanleihen festzulegen, dann kann das zwar die Eurozone stabilisieren

helfen. Allerdings gibt es auch offensichtliche Probleme: Zunächst ist damit zu rechnen, dass die EZB unter ungünstigen Umständen sehr große Mengen an Staatsanleihen Italiens und Spaniens ankaufen müsste, um ein bestimmtes Zinsziel zu erreichen. Das wird zu einer politischen Debatte darüber führen, ob denn die beiden genannten Länder – und ggf. andere Länder in einem neuen Ankaufprogramm für Staatsanleihen – bevorzugt werden. Es besteht zudem auch das Risiko, dass die Regierungen der betreffenden Länder bei ihren Konsolidierungsbemühungen und Strukturreformen nachlassen, wenn die EZB über längere Zeit größere Beträge ankauft. Soweit es sich um Papiere relativ kurzer Laufzeit handelt, ist die Selbstbindung der EZB recht überschaubar. Eine Alternative zu einem selektiven Ankaufprogramm könnte darin liegen, dass die EZB Anleihen aller Euro-Länder im Rahmen eines „synthetischen Quantitative Easing-Programms“ ankauft. Oder aber die EZB emittiert selbst EZB-Euro-Staatsanleihen in einer Höhe von 20-30% des Bruttoinlandsproduktes, um nationale Euro-Anleihen anzukaufen und in einem zweiten Schritt Euro-Gemeinschaftsanleihen in einem gewissen Umfang anzukaufen. Die Emission von EZB-Euro-Anleihen – dies kann von der EZB unter Hinweis auf gestörte geldpolitische Transmissionsmechanismen verteidigt werden – wäre auch als ergänzender Schritt denkbar (auch in China und Korea wurden von der Zentralbank Anleihen aufgelegt) und kann helfen, die Kapitalmärkte in der Eurozone zu revitalisieren und die Finanzmarktintegration zu stärken sowie die Handlungsfähigkeit der Geldpolitik wieder herzustellen. Allerdings wird die EZB klug beraten sein, ihre Politik mit dem Europäischen Rat sinnvoll abzustimmen. Das kann durchaus den Eindruck verstärken, dass die EZB in 2010-2012 weniger Politikautonomie genießt als im Euro-Startjahrzehnt. Allerdings sind die Krisenbedingungen auch als besondere Nebenbedingung der Geldpolitik zu sehen.

Die Europäische Zentralbank hat am 6. September 2012 den Übergang zu einer neuen Ankaufspolitik für kurzfristige Staatsanleihen – unter Bedingungen für die betreffenden Krisenländer – beschlossen. Wenn das betreffende Land ein volles Anpassungsprogramm auf Basis der Rettungsfonds EFSF/ESM oder ein Mindestanpassungsprogramm (Enhanced Conditions Credit Line) zugesagt hat, dann kann etwa Spanien mit einer unterstützenden Ankaufspolitik der Europäischen Zentralbank rechnen. EZB-Präsident Draghi hat in der Pressekonferenz bei der Vorstellung der neuen Ankaufspolitik darauf hingewiesen, dass es bei einer Staatsschuldenkrise mehrere Gleichgewichte an den Finanzmärkten geben kann und die neue Interventionsmöglichkeit soll helfen, vom schlechten bzw. instabilen Gleichgewichtspunkt weg zu kommen und ein stabiles neues Gleichgewicht zu erreichen. Der gegebenenfalls grundsätzlich auch unbegrenzt seitens der EZB erfolgende – an Bedingungen in Sachen Reformprogramm des jeweiligen Krisenlandes geknüpfte – Ankauf von Staatsanleihen mit ein- bis dreijähriger Laufzeit ist durchaus geeignet, die große Nervosität auf den Finanzmärkten für einige Zeit zu beseitigen. Es bleibt aber erst noch zu zeigen, dass die EZB Anpas-

sungsbedingungen in Krisenländern vernünftig mit durchsetzen kann bzw. die Reformzusagen auch eingehalten werden.

Die von Ifo-Chef-Sinn – mit Ko-Autoren – verbreitete Behauptung, dass die Einführung von Euro-Staatsanleihen die Zinssätze für Deutschland massiv nach oben treiben würde bzw. es im Interesse der Bevölkerung angemessen sei, die Sondersituation unnormal niedriger Zinssätze für Deutschland möglichst fortzusetzen, ist wissenschaftlich unseriös; dies ergibt sich zunächst daher, dass Sinn et al. das von der Deutschen Bundesbank geschätzte Ausmaß an Sichere-Hafen-Effekten nicht aufnehmen, die entsprechende Analyse der Bundesbank wird nicht zitiert. Es ist darüber hinaus ökonomisch und politisch nicht sinnvoll, wenn Deutschland anhaltende Wohlstandssteigerung auf eine Konstellation mit unnormal niedrigen Realzinssätzen in Deutschland (und Frankreich) und zugleich unnormal hohen Realzinssätzen in Ländern wie Italien und Spanien aufbauen wollte. Eine solche Vorstellung ist ökonomisch sonderbar, da eine solche Konstellation nicht gleichgewichtig bzw. nicht nachhaltig ist, weil zudem hier gegen den Geist der europäischen Integration verstoßen würde und weil schließlich überhaupt eine optimale Ressourcenallokation in Europa, inklusive ökonomischer Aufholprozesse von Deutschlands südlichen Euro-Partnerländern, verhindert würde. Das wiederum verstieße gegen die ökonomische Vernunft ebenso wie gegen das EU-Ziel ökonomischer Kohäsion. Die von SINN nachweislich ignorierte Unterscheidung von Bruttoinlandsprodukt und Bruttonationaleinkommen ist Teil der Analyse-Defizite aus dem Ifo-Institut, das im Übrigen auch schon mit der Basar-Ökonomie-These, wonach Deutschland in der Dekade nach 1995 an einer Art besonderer Exportschwäche litte, eine viel publizierte, aber ökonomisch-analytisch verfehlte Diagnose zur deutschen Wirtschaft stellte. Die Darstellung der Haftungsrisiken für Deutschland, die das Ifo-Institut verbreitet, ist ökonomisch völlig einseitig bzw. kaum wissenschaftlich, da weder Wahrscheinlichkeiten zu den Risikopositionen angegeben werden – oder wenigstens in Alternativszenarien durchgespielt werden; auch werden die Sichere-Hafen-Effekte, die schon im Zeitraum 2010-2012 ganz erheblich sind, ausgeblendet, so dass eine völlig verzerrte Darstellung entsteht.

Die Eurozone hat durchaus Möglichkeiten, mittelfristig – bei geeigneter Wirtschaftspolitik – ihre ersten Probleme der Jahre 2010-12 zu überwinden, aber es bedarf zunächst einer kritischen Bestandsaufnahme und erheblicher Korrekturen bei Institutionen und den bestehenden Regeln in der Eurozone bzw. der EU. Es ist in 2012 offiziell vom IWF in einer Publikation zur Eurozone festgestellt worden, dass es auf Seiten der Europäischen Union gar keine eindeutigen Defizitregeln gibt, da ja erst nach “discussions” offenbar eine Art eindeutige Regelpriorität festgestellt werden konnte – ein ernstes Problem für die Erwartungsbildung der Marktteilnehmer und ein problematisches Schlupfloch für Regierungshandeln in Krisenzeiten: Regierungen unter Druck werden vermutlich im Zweifelsfall nicht die strikteste Defizitbegrenzungsformulierung zur Anwendung bringen

wollen, sondern die flexibelste bzw. weichste. Hier sind dringend eindeutige neue klare „Oberregeln“ durch die EU bzw. die Euroländer festzulegen.

Die Innovationsdynamik in den USA und Europa – Basis des Wirtschaftswachstums – scheint auch nach der Bankenkrise intakt zu sein. Das gibt von der realwirtschaftlichen Seite her einen gewissen Anlass zu Optimismus. Die Verwerfungen im Bankensektor in den USA und Europa sind zu überwinden, neue und strengere Regeln sind unerlässlich, wobei der Liikanen-Bericht durchaus schon einige sinnvoll Vorschläge in 2012 gemacht hat: Es geht dabei nicht nur darum, dass die Großbanken mit einem immer wieder neu aktualisierten Testament vorbeugend eine Bankenabwicklung im Krisenfall ermöglichen – da wäre allerdings auch per Gesetz festzulegen (was bislang in der EU bzw. den OECD-Ländern fehlt), dass im Konkursfall nicht einfach Mitarbeiter Daten löschen oder mitnehmen können; der Fall Lehman Brothers ist hier ein Negativ-Beispiel. Bei den Banken gilt es veränderte Anreize zu setzen, wobei die im Liikanen-Bericht genannten Coco-Anleihen, die im Bankkrisenfall in Eigenkapital umgewandelt werden, erwägenswert sind. Zusätzlich sollte man eine Besteuerung der Volatilität der Eigenkapitalrendite einführen (ggf. mit einem steuerfreien Normalbereich für die Schwankungsbreite der Eigenkapitalrendite), denn erst dann entsteht bei den Banken bzw. Bankmanagern ein Anreiz, mit einer stärker längerfristigen Entscheidungsorientierung zu arbeiten. Das kann erheblich zur Stabilisierung der Finanzmärkte beitragen. Die Kapitalmärkte bzw. die Bankensysteme in den OECD-Ländern arbeiten seit 2007 in einem (vorübergehenden) Krisenmodus, was bedeutet, dass Schocks weniger gut als bisher vom Finanzsystem abgefedert werden können; zudem gehen ja vom Finanzsystem selbst zeitweise Schocks aus. Die in den 90er Jahren politisch geförderten Ansätze zum Aufbau privater Alterssicherungssysteme – ein grundsätzlich sinnvoller Gedanken in alternden Gesellschaften – sind durch die Bankenkrise in die Defensive geraten und es ist unklar, wie man mittelfristig mit dieser Problematik umgehen wird. Die Wiederherstellung von Vertrauen – seitens der Bürgerschaft bzw. der Arbeitnehmerschaft in die Politik und von Seiten der Banken im Blick auf andere Banken – ist eine Schlüsselaufgabe nach der Bankenkrise und der Staatsfinanzierungskrise. Man sollte seitens der Politik geduldig und realistisch bzw. mit fundierten Ansätzen an die Überwindung der Probleme gehen. In der Eurozone ist die Glaubwürdigkeit der Politik eine Art Gemeinschaftsgut, zu dem jedes Mitgliedsland durch seine eingehaltenen Versprechen in der Stabilitäts- und Wachstumspolitik beiträgt. Politikreputation hat in der Eurozone eine nationale und eine supranationale Seite und entsprechend trägt die Wirtschaftspolitik national und international Verantwortung. In 2013/2014 kann die Eurokrise bei geeigneten Weichenstellungen nationaler und internationaler Politik überwunden werden. Man sollte die sinkenden Zustimmungswerte beim Eurobarometer zu den EU-Institutionen nicht auf die leichte Schulter nehmen, Reformbedarf ist jedenfalls auch auf der supranationalen Ebene erkennbar. Die Handlungsfähigkeit des