

*Prof. Dr. Paul J.J. Welfens, Jean Monnet Professor für Europäische Wirtschaftsintegration und Lehrstuhl für Makroökonomik an der Bergischen Universität Wuppertal; Präsident des Europäischen Instituts für Internationale Wirtschaftsbeziehungen (EIIW) e.V. an der Bergischen Universität Wuppertal, (Rainer-Gruenter-Str. 21, D-42119 Wuppertal, +49 202 4391371)*

*Alfred Grosser Professorship 2007/08, Sciences Po, Paris, Research Fellow, IZA, Bonn  
Non-Resident Senior Fellow at AICGS/Johns Hopkins University, Washington DC  
[welfens@uni-wuppertal.de](mailto:welfens@uni-wuppertal.de), [www.eiiw.eu](http://www.eiiw.eu); [www.econ-international.net](http://www.econ-international.net)  
file:\\berlinmai2012deutscherbundestagwelfens.doc*



## **VOLKSWIRTSCHAFTLICHE AUSWIRKUNGEN DER EURO- STAATSSCHULDENKRISE UND NEUE INSTRUMENTE DER STAATS- FINANZIERUNG IN DER EU**

*Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages, Sitzung vom 9. Mai 2012, Berlin*

Für technische Unterstützung danke ich Thomas Domeratzki, Jens Perret, Christina Wiens und Evgeniya Yushkova, Universität Wuppertal/EIIW.

Endfassung, 08.05.2012

*Prof. Welfens hat bereits im Oktober 2008 (Manuskriptabschluss) vor einer Griechenland-, Portugal-, Spanien- und Italienkrise gewarnt (siehe das Buch *Transatlantische Bankenkrise*, S.158 f.). Er hat 1996 den Wolfgang Ritter-Preis und 2007 den Internationalen Kondratieff Preis gewonnen. Sein neues Buch **Die Zukunft des Euro. Die Europäische Schuldenkrise und ihre Überwindung** (Berlin: Nicolai, 2012, April) zeigt die Ursachen der Euro-Krise bzw. der Schuldenproblematik in der EU und entwickelt neue Problemlösungsoptionen für eine nachhaltige Überwindung der Krise und eine Soziale Europäische Marktwirtschaft auf Basis einer Euro-Politikunion.*

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>4</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>5</b>
<b>1. Ausgangslage</b> .....	<b>6</b>
<b>2. Die Rolle des Bankensektors</b> .....	<b>11</b>
<b>3. Konsequenzen für die Fiskalpolitik in den einzelnen Mitgliedsstaaten</b> .....	<b>17</b>
<b>4. Auswirkungen auf die Konjunktur der einzelnen Mitgliedsstaaten</b> .....	<b>21</b>
<b>5. Die Rolle der wirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedsstaaten</b> ....	<b>30</b>
<b>6. Schlussfolgerungen</b> .....	<b>35</b>
<b>7. Anhang</b> .....	<b>39</b>
7.1 Indikatorfunktion der „Echten Sparquote“ (nach Weltbank) und EIIW-vita-Indikator .....	39
7.2 Verbindung von Transatlantischer Bankenkrise und Euro-Staatsschuldenkrise.	41
7.3 Langfristige Staatsschuldenquote und weitere Euro-Aspekte.....	42
7.4. Ausgewählte Statistiken .....	46
<b>Literatur:</b> .....	<b>50</b>

**Zusammenfassung:**

Die vorliegende Analyse behandelt vor dem Hintergrund der Ausgangslage nach dem Doppel-Krisenjahr 2010/2011 die Probleme und Herausforderungen in der Eurozone. Dabei wird zunächst auf den Bankensektor eingegangen, dessen Stabilität zum Teil eng verbunden ist mit Fragen einer soliden Staatsschuldenfinanzierung. Soweit man das Krisenmanagement in der Eurozone nur als halb erfolgreich einschätzen muss, bleibt Raum für dringende neue Politikschritte. Die Steuereinnahmen müssen in den Krisenländern wegen der steigenden Zinsausgabenquote erhöht werden; generell stellt sich die Frage, ob der Finanzsektor künftig stärker besteuert werden soll, wobei dies hier differenziert eingeschätzt wird. Insbesondere die Möglichkeit, eine Volatilitätssteuer einzuführen mit Steuerbasis Eigenkapitalrendite bei Banken und anderen Finanzinstitutionen, wird als wünschenswert für Allokationseffizienz und Systemstabilität gesehen. Die erheblichen mittelfristigen Ausgabeneinspareffekte für den Staat aus dem Sichere-Hafen-Effekt – also Spareffekte im Kontext der unnormal niedrigen Realzinssätze in Deutschland als Folge der Krise bzw. erhöhter Kapitalzuflüsse – und die positiven Investitions-, Wachstums- und Beschäftigungseffekte werden hier für Deutschland erstmals in einer Abschätzung präsentiert. Größenordnungsmäßig ist der Gesamtvorteil für Deutschland im Zeitraum 2010-2017 erheblich und muss den völlig einseitigen Darlegungen von der Ifo-Spitze entgegengehalten werden; der kumulierte Effekt liegt bei etwa 2500 Euro pro Kopf bzw. 6-7% des Bruttoinlandproduktes von 2017. Bei der Frage der wirtschaftlichen Ungleichgewichte hat der neue Ansatz der Europäischen Kommission einige Ungereimtheiten, wobei hier als Ergänzung dringend ein Blick auf die echte Sparquote (adjusted net savings rate) – nach Weltbank-Konzept – empfohlen wird, was bei einigen Krisenländern schon frühzeitig Warnsignale gegeben hätte. Die längerfristige bzw. nachhaltige Stabilisierung der Eurozone wird nicht ohne Euro-Politikunion möglich sein, wobei hierzu einige Vorschläge unterbreitet werden. Zu Pessimismus besteht in der Eurozone und insbesondere auch in Deutschland kein Anlass, die Überwindung der Krise erfordert geduldige und gezielte Maßnahmen, wobei die Rolle der Europäischen Kommission mittelfristig deutlich gestärkt werden sollte.

**Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1:	Schematische Darstellung der Sichere-Hafen-Effekte für Deutschland .....	21
Abbildung 2:	Adjusted net savings rate of selected countries.....	39

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Zinsausgabenquote in Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Vereinigtes Königreich, Irland, Griechenland, Portugal, Eurozone17, USA, Japan 1998, 2005, 2007, 2010, 2013 .....	17
Tabelle 2: Wirkungseffekte der Einführung von Supranationalen Staatsanleihen.....	27
Tabelle 3: Dauerhafte Vorteile der Währungsunion in Kombination mit politischer Union: Erhöhung des realen Wirtschaftswachstums in Prozentpunkten (inklusive "kostenlose" Importe von Gütern im Kontext des Reservewährungseffektes).....	37
Tabelle 4: Maßnahmen mit Einfluss auf die Eventualverbindlichkeiten des Staates, 2008 bis 2011 .....	46
Tabelle 5: Zinslast in Prozent des BIP .....	47
Tabelle 6: Scoreboard Indikatoren (aus dem Alert Mechanism Report der EU) .....	48

## 1. Ausgangslage

Nachdem Deutschland und seine EU-Partnerländer in 2010/2011 mit einer schwierigen Griechenland-, Irland- und Portugalkrise in Sachen Staatsfinanzierung konfrontiert waren, ist im Frühjahr 2012 eine vorübergehende Beruhigung in der sogenannten Eurokrise eingetreten. Die Wirtschaftslage Deutschlands hat sich nach starkem Wirtschaftswachstum in 2011 Anfang 2012 eingetrübt, wobei jedoch die Unterauslastung des Produktionspotenzials – seit der Krise bzw. dem sehr starken Abschwung von 2009 bestehend – verschwunden ist: Ende 2011 ergab sich nach ZEW-Angaben (ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen 2012, März) eine leicht positive Produktionslücke und ähnlich ist die Darstellung im Gemeinschaftsgutachten der Forschungsinstitute im Frühjahr 2012.

Damit zeichnen sich mittelfristig gute Perspektiven für erhöhte Investitionen bzw. eine leichtes mittelfristiges Ansteigen des Wirtschaftswachstums ab, das auch zu mehr Steuereinnahmen und einem Mehr an Beschäftigung führen wird; zudem sind steigende Güterimporte zu erwarten, denen jedoch ein vermutlich stärkeres Wachstum der Güterexporte infolge der hohen Wachstumsdynamik in Asien bzw. den BRICS einerseits und eines Anziehens der US-Konjunkturdynamik andererseits gegenübersteht. Dennoch ist gerade auch die Exportdynamik mit Risiken befrachtet, da wegen der Euro-Krise bzw. den notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen in Frankreich, Spanien, Italien sowie den Euro-Krisenländern und Großbritannien das Exportwachstum Richtung EU zurückgehen dürfte. Deutschlands Außenbeitragsquote wird mittelfristig auf hohem Niveau bleiben, nur langfristig – bei deutlich steigenden Reallohnsätzen – ist ein Rückgang der deutschen Leistungsbilanzquote zu erwarten; mithin auch bessere Chancen zur Verbesserung der Leistungsbilanzposition in vielen Partnerländern Deutschlands.

Deutschlands Exportdynamik leidet unter der Euro-Krise bzw. der Rezession, die die Krisenländer Portugal, Griechenland und Irland erfasst hat; aber auch Großbritannien, Spanien und Italien sind betroffen, wobei die Zinssätze für die beiden letztgenannten Länder im April 2012 wieder auf kritische Werte von nahe 6% angestiegen sind. Mit der von Standard & Poor's ausgesprochenen Rating-Herabstufung für Spanien im selben Monat droht mittelfristig eine weitere Erhöhung des Zinssatzes für Spanien, was wiederum ähnliche Probleme auch für Italien bedeuten könnte. Während die drei kleinen Euro-Krisenländer gerade 6% der Wirtschaftsleistung der Eurozone repräsentieren, stehen Italien und Spanien für potenziell größere Problemfälle, für die es im Übrigen auch keine hinreichend großen Rettungsschirme der EU gäbe, wenn denn auch nur ein Land den marktmäßigen Zugang zum Kapitalmarkt verlieren sollte. Es ist von daher dringlich, Stabilisierungsansatzpunkte für die Eurozone auszuleuchten, wobei es generell darum geht, das Vertrauen der Finanzmarktakteure zu festigen, aber auch durch kluge neue Maßnahmen objektiv die Stabilisierungsmöglichkeiten zu verbessern – hierbei steht die Finanzpolitik auf nationaler und supranationaler Ebene im Blick der Analyse.

Seit dem Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 hat sich die Risikoneigung der Anleger weltweit deutlich geändert, die Risikoprämien sind gestiegen bzw. stärker ausdifferenziert als früher. Durch den Schock des Griechenland-Haarschnitts um faktisch 70% für private Gläubiger im Frühjahr 2012 hat sich das Vertrauensproblem auf den Finanzmärkten nochmals verschärft, denn der Haarschnitt für Griechenland-Anleihen betrifft erstmals seit einem halben Jahrhundert ein westliches Industrieland. Das Negativ-Echo auf die Staatsfinanzierung in OECD-Ländern dürfte erst mittelfristig wirklich sichtbar werden. Dabei müssen die

EU-Länder weiterhin nicht nur mit in ihrer Arbeitsqualität teilweise schwachen Rating-Agenturen leben, sondern auch der Internationale Währungsfonds dürfte mit unveränderten Schwachpunkten im Bereich der Überwachung der Politik der Mitgliedsländer weitermachen: Der IWF hat ernste Fehlanalysen bei der Politiküberwachung geliefert – etwa der Artikel-IV-Bericht zu Griechenland von 2008, als man für 2013 eine Schuldenquote von 72% prognostizierte und beim Finanzmarktbericht (Financial Sector Assessment Program) zu Irland im Juni 2006 – der IWF sprach von grundlegend gesunden Banken, als alle Banken Irlands schon krank waren - und zuvor auch beim FSAP-Bericht zur Schweiz (WELFENS, 2012a). Die in Teilbereichen schwache Analysequalität von IWF und Rating-Agenturen erschwert die Stabilisierung der Finanzmärkte bzw. der Weltwirtschaft.

In diesem neuen Umfeld hat die Suche nach Sicheren Häfen für Anleger enorm an Bedeutung gewonnen, wobei die USA, Großbritannien, Deutschland, Frankreich und wenige andere Industrieländer mit Top-Rating in dieser besonderen Position sind, wo besonders hohe Kapitalzuflüsse verzeichnet werden und daher die Zinssätze nominal und real unnormal niedrig sind. Diese Sichere-Hafen-Effekte sind in der Diskussion um die Risiken für Deutschland bei den Rettungsschirmen nicht genauer betrachtet worden, obwohl hier quantitativ bedeutsame Effekte bei Investitionen, Wachstum, Beschäftigung und Steuereinnahmen vorliegen.

### ***Langfristige Staatsfinanzierung als Aufgabe***

Staatsfinanzierung ist eine Standardaufgabe in modernen Volkswirtschaften. Diese sollte weitgehend langfristig erfolgen, was nur möglich ist

- bei hinreichendem Marktvertrauen
- langfristiger staatlicher Planung auf allen Ebenen, speziell im Bereich der Infrastrukturfinanzierung;
- relativ niedrigen realen Zinssätzen.

Staatsanleihen von OECD-Ländern haben als (eigentlich) risikolose Papiere eine zentrale Position in den Finanzmärkten. Die Fähigkeit demokratischer Wirtschaftspolitik, solide Finanzpolitik mit Wachstum und Vollbeschäftigung zu verbinden, ist in vielen Ländern gegeben, wobei nicht nur die nationale Politikebene wichtig ist; in der Schweiz etwa, wo die älteste regionale Verschuldungsbremse auf das Jahr 1929 im Kanton St. Gallen zurück geht, hat man ebenso wie in einigen EU-Ländern über viele Jahrzehnte eine erfolgreiche Politik vorzuweisen. Dies gilt im Grundsatz auch für Deutschland, wo erst die Ölpreisschocks der 70er Jahre und dann die deutsche Wiedervereinigung in den 90er Jahren für starke Anstiege der Schuldenquote gesorgt haben, bevor dann mit der Transatlantischen Bankenkrise in 2007/08 ein neuer exogener Impuls zu deren Erhöhung in fast allen OECD-Ländern führte. Die Neigung zu großen Staatsdefizitquoten ist im Übrigen seit den späten 90er Jahren durch Hinweise auf das Problem der Generationengerechtigkeit mit begrenzt worden, zudem haben viele EU-Länder im Vorfeld der Euro-Mitgliedschaft mit Blick auf die fiskalischen Konvergenzkriterien (Begrenzung der Defizit- bzw. der Schuldenquote am maximal 3% bzw. 60%) zeitweise erhebliche Konsolidierungsanstrengungen unternommen. In Deutschland hat sich die Deutsche Bundesbank traditionell als Mahner für solide Staatsfinanzierung über Jahrzehnte in der politischen Debatte im Hintergrund immer wieder bewährt und zu Versachlichung der Debatte beigetragen. Die Europäische Zentralbank hat bislang nur in Ansätzen in der Eurozone eine ähnliche Rolle, wobei ihr mangels Euro-Regierung auch ein eindeutiger wirtschaftspolitischer Adressat bislang fehlt.

Die Finanzierung privater und staatlicher Investitionen in den USA, Europa, Japan und vielen anderen Ländern basiert auf einer Mischung von Bankkrediten und Anleihen, im Fall der Unternehmensfinanzierung auch auf der Emission von Aktien. Die Relation Bankenkredit zu Bruttoinlandsprodukt ist in der Eurozone etwa dreimal so hoch wie in den USA, weshalb der Sicherung der Bankenstabilität in der Eurozone eine tendenziell größere Bedeutung zukommt als in den USA oder im Vereinigten Königreich, wo die Aktienmärkte vor allem für die Unternehmensfinanzierung erkennbar dominieren.

Dabei gelten Staatsanleihen üblicherweise in OECD-Ländern als risikolos – eine Annahme, die mit der Staatsschuldenkrise von 2010/2011 in der Eurozone bzw. mit dem Verlust des AAA-Ratings der USA in 2011 nicht länger allgemein akzeptiert ist. Die Volatilität der Staatsanleihen von Krisenländern war zeitweise höher als die von Aktien in einigen EU-Ländern. Es kann aus ökonomischer Sicht nicht als klug gelten, faktisch risikolose Staatsanleihen als Bezugspunkt in den Märkten abschaffen zu wollen.

Nominal und real sind die Zinssätze in den USA, Großbritannien und einigen Euro-Ländern seit Ende 2011 relativ niedrig, wobei in den USA, Großbritannien und Japan die unnormale Situation eines Notenbankzinssatzes von fast Null besteht. Das Kapitalmarktvertrauen ist in der Eurozone bzw. der EU durch den doppelten Haarschnitt für Griechenland in 2011 deutlich beschädigt worden – erst wurde als Haarschnitt 21% angekündigt auf dem Euro-Gipfel am 21. August, wenige Monate später, im Oktober, hieß die Marke auf dem Euro-Gipfel plötzlich 50% (mit 70% effektivem Haarschnitt für private Griechenland-Anleihehalter im März 2012). Die Kapitalmarktakteure werden mehrere Jahre gegenüber einzelnen Euro-Ländern mit Forderungen nach deutlichen Risikozuschlägen auftreten, die tendenziell mehr vernünftiges Verhalten in Sachen Staatsverschuldungspolitik bei den betreffenden Ländern zur Konsequenz haben könnten. Vor allem aber kann eine Tendenz zu erhöhten Risikoprämien bzw. eine Welle von Rating-Herabstufung bei OECD-Ländern zu einer Wachstumsverlangsamung in der Eurozone führen; bei gleichzeitiger Ausdifferenzierung der Wachstumsdynamik in Ländern mit niedrigem Realzins bzw. Ländern mit hohem Realzins. Die soziale Kohäsion in der Europäischen Union vermindert sich dadurch.

Die Hektik des Krisenmanagements in einigen Euro-Ländern und die in Krisenländern zu beobachtende Ansatzpunkte hin zu einer gewissen politischen Instabilität erschweren langfristige staatliche Planung – dies ist besonders problematisch im Bereich der Infrastrukturplanung und -finanzierung. Die Zeit niedriger Realzinssätze ist für die Euro-Krisenländer seit 2010 vorbei. Die Europäische Investitionsbank sowie die Europäische Union sind in dieser Situation hier ein ebenso wichtige Stabilitäts Pfeiler wie gerade die besonders stabilen Euro-Kernländer, wozu u.a. Deutschland und Frankreich zählen. Zu den möglichen Destabilisierungsfaktoren gehören die Rating-Agenturen, die eigentlich zuverlässige Signale für Kapitalmarktanleger geben sollen, soweit es um die Ausfallwahrscheinlichkeit von Bankschuldverschreibungen, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen geht. Eine hohe Signalqualität ist allerdings keineswegs durchwegs gegeben, wie u.a. die Erfahrungen in der US-Subprime-Krise gezeigt haben, als selbst hochriskante Verbriefungsprodukte oder die Bank Lehman Brothers mit Top-Ratings der großen drei Rating-Agenturen versehen worden waren.

Mit den Stabilisierungsmaßnahmen der Euro-Gipfel bzw. der EU-Gipfel in 2011 und 2012 sowie den zwei dreijährigen Liquiditätsinjektionen der Europäischen Zentralbank zur Jahreswende 2011/2012 ist eine vorübergehende Stabilisierung der Finanzmärkte erreicht worden. Dem steht absehbar eine mittelfristige Destabilisierung durch eine weiterhin ansteigende Schuldenquote Portugals entgegen, deren Niveau deutlich über 100% bis 2020 liegen könnte.

Zugleich ist auch nach der Zwischenstabilisierung Griechenlands durch einen Haarschnitt von über 50% im Frühjahr 2012 angesichts der Folge von fünf Rezessionsjahren – mehr als die vier US-Rezessionsjahre in der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre – eine nachhaltige Griechenland-Stabilisierung nicht erkennbar. Ohne eine Art Marshall-Programm bzw. eine breite EU-Wachstumsinitiative wird eine rasche Stabilisierung der Eurozone nicht erreicht werden, obwohl eigentlich die Defizitprobleme der Eurozone insgesamt rückläufig und im Vergleich zu den USA und Großbritannien in 2012-2015 relativ günstiger sein dürften. Anders als diesen beiden Ländern fehlt es der Eurozone aber an handlungsfähigen Politikstrukturen gerade in der Krise; die politischen Abstimmungserfordernisse im doppelten Krisenjahr 2011/2012 sind in der Eurozone sehr komplex gewesen und erscheinen als ein Zeichen von Machtschwäche, was wiederum längerfristig sinkendes Vertrauen in die Eurozone seitens internationaler Anleger bedeuten wird. Die USA haben trotz einer Schuldenquote und einer Defizitquote, die deutlich über derjenigen der Eurozone liegt, in 2011/2012 günstigere Realzinssätze als die Eurozone insgesamt. In der Eurozone ist Deutschland dank des Sichere-Hafen-Effektes einstweilen mit einem Zinsabschlag von 2% (DEUTSCHE BUNDESBANK, 2010) gegenüber einer Normalsituation ohne Eurokrise innerhalb der Eurozone sehr günstig positioniert. Statt einer Zinskonvergenz wie 2002-2007 herrscht seit 2008 – seit dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers – eine Zinsdivergenz in der Eurozone, die einerseits allgemein einen Anstieg der ländermäßigen Risikozuschläge bei einigen EU-Ländern mit hohen Schulden- bzw. Defizitquoten widerspiegelt; andererseits sind aber auch, etwa bei Griechenland und Irland, massive Politikfehler festzustellen, die dort jeweils zu sehr hohen Defizitquoten geführt haben. Wer wie Griechenland in 2009 seitens der Regierung im Frühjahr der Europäischen Kommission 4% Defizitquote meldet, in Wahrheit aber fast 16% Defizitquote realisiert, begeht nicht nur einen politischen Betrug am griechischen und europäischen Wähler, sondern stellt sich auch vor eine unlösbare Folgeaufgabe. Denn da die Defizitquote pro Jahr erfahrungsgemäß um nicht mehr als 3%-Punkte gesenkt werden kann, heißt 15 % Defizitquote, dass binnen fünf Jahren die Schuldenquote um  $15+12+9+6+3 = 45$  Prozentpunkte ansteigen wird. Das bedeutet für ein Land mit hoher Auslandsverschuldung und einer Schuldenquote von 110% in der Ausgangslage den selbst verursachten, grob fahrlässig herbeigeführten Staatsbankrott oder zumindest den Zwang, Staatsvermögen in sehr großem Umfang zu veräußern.

Griechenland hatte erhebliche Probleme mit der internationalen Wettbewerbsfähigkeit, wobei eine niedrige inländische Sparquote, geringe Direktinvestitionszuflüsse und hohe Mindestlöhne – im EU-Vergleich lag Griechenland auf Basis der Relation Mindestlohn zu durchschnittlichem Pro-Kopf-Einkommen unmittelbar hinter den Spitzenländern Frankreich und Belgien in 2010 (EUROPEAN COMMISSION, 2011, S.36) – als Teilelemente des Problemstaus gelten. Die Mindestlöhne in Griechenland wurden dann im Rahmen der Anpassungsprogramme für das Land um 22% gesenkt, bei Jugendlichen unter 25 Jahren sogar um 32% (EUROPEAN COMMISSION, 2012b, S. 38). Hierbei ist unklar, dass die Herabsetzung in dieser Größenordnung schlagartig so stark sein musste, allerdings dürfte unbestritten sein, dass relativ hohe Mindestlöhne in Griechenland als Beschäftigungshindernis anzusehen waren. Eine wichtige Frage blieb dabei ungelöst, nämlich wie der Staat bessere Anreize für mehr Unternehmensgründungen bzw. Wachstum und Beschäftigung setzen könnte.

Obwohl Griechenland laut IWF-Bericht (IMF, 2010) ein Staatsvermögen hat, dass die Staatsschuld deutlich übersteigt – und damit besser dasteht als Deutschland (BOSS, 2009) – haben die EU-Gipfel das Land keineswegs zu massiven Privatisierungen veranlasst. Vielmehr hat gerade die Bundesregierung in Berlin mit einem frühen Rufen nach einem Haarschnitt eine

sonderbare Strategie verfolgt und die eigentlich naheliegende Privatisierungsaufgabe in Athen nicht auf die Agenda gesetzt; wohl sehr zum Erstaunen auch der Menschen in den osteuropäischen EU-Beitrittsländern, wo man unter sehr schwierigen Bedingungen umfassende Privatisierungen im Vorfeld des EU-Beitritts durchgeführt hat und damit gute Fortschritte in den Feldern Produktivitätsfortschritt, Strukturwandel, Wachstum und Beschäftigung sowie internationale Wettbewerbsfähigkeit gemacht hat (z.T. wurden Privatisierungen auch in der Form von sogenannten Massenprivatisierungen bzw. mittels moderner Systeme mit Privatisierungsgutscheinen realisiert).

Viele Banken in den EU-Ländern haben wegen des Griechenland-Haarschnitts erhebliche Abschreibungen bzw. Verluste zu realisieren, und damit vermindert sich die Fähigkeit der betreffenden Banken, Kredite zu vergeben. Also sinken dann auch Investitionsquote, Wachstum und Beschäftigungsgrad und es drohen dann neuerlich erhöhte Defizitquoten und steigende Staatsschuldenquoten, so dass eine neue Staatsfinanzierungskrise droht. Dem drohenden Teufelskreise von Staatsfinanzierungskrise und Bankensystemkrise gilt es seitens der Wirtschaftspolitik energisch entgegenzuwirken. Da mehrere Länder in der EU von dieser Problematik latent betroffen sind, ist eine sinnvolle Kooperation zwischen diesen Ländern bzw. auf Ebene der EU und der Eurozone zu erwägen. Nachhaltiges Wachstum und solide Staatsfinanzen erfordern ein stabiles Finanzsystem, auf das im Übrigen auch alle Altersvorsorgefinanzprodukte angewiesen sind.

Es stellt sich die Frage, wie man nach dem doppelten Krisenjahr 2011/2012 eine Stabilisierung der Finanzmärkte bzw. Banken erreicht und gleichzeitig die Staatsfinanzierung auf eine verbesserte Grundlage stellt – gegebenenfalls auch unter Schaffung neuer Steuerquellen sowie neuartiger Finanzierungsformen (etwa supranationalen Euro-Staatsanleihen, hinter denen eine Gemeinschaftsinstitution von Euro-Ländern gemeinschaftlich steht). Diese Fragen sind aus europäischer Sicht auch vor dem Hintergrund der Globalisierung zu diskutieren, die ja auch eine Finanzglobalisierung – mit teilweise unzureichender Regulierung – ist und wesentliche Impulse für erhöhtes globales Wirtschaftswachstum geben kann. Die folgende Analyse greift die relevanten Fragen auf und geht dabei erstmals auch auf die Größenordnung der vorübergehenden mittelfristigen Vorteile Deutschlands umfassend ein, die sich aus dem Sichere-Hafen-Effekt bzw. den seit der Griechenland- bzw. Eurokrise verstärkten Zuflüssen an Kapital und den entsprechenden Zinssenkungseffekten für die Bundesrepublik ergeben. Eine Reihe von hier vorgestellten Überlegungen basiert auf WELFENS (2009, 2010, 2011a, 2012a), wobei es bestehende statische Analysesichtweisen mit Hinweis auf neuere theoretische Überlegungen und empirische Befunde aufzubrechen gilt.

## 2. Die Rolle des Bankensektors

Der Bankensektor hat in der Eurozone eine besonders wichtige Rolle für die Finanzierung von Investitionen einerseits – mehr als in den USA und Großbritannien – und für die Staatsfinanzierung andererseits. Aber Banken sind auch durch die Staatsfinanzierungskrisen einiger EU-Länder in ihrer Stabilität betroffen. Banken halten Staatsanleihen, wobei typischerweise eine Bevorzugung des jeweiligen Nationalstaats besteht; das ist allerdings unter dem Gesichtspunkt der Risikodiversifizierung wenig vernünftig. Üblicherweise gelten Staatsanleihen als risikolose Anleihen bzw. als Referenzgröße für die Zinssatzbildung bei Unternehmensanleihen und letztlich auch für die geforderte Mindestrendite im Aktienmarkt. Zudem haben Staatsanleihen von OECD-Ländern traditionell eine sehr wichtige Rolle als „risikoloses Aktivum“ bei Versicherungen.

Die Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone kann als teilweise problematisch auch im Bankenbereich gelten, da der Interbankenmarkt seit der Transatlantischen Bankenkrise nicht mehr funktioniert. Zudem hat die Europäische Bankenaufsicht EBA Anfang 2012 festgestellt, dass den Banken hartes Eigenkapital im Umfang von etwa 240 Mrd. € fehlt; dies kann nur durch die Ausgabe von Aktien bzw. die Erwirtschaftung hoher Gewinne erreicht werden, alternativ müssten unter Hinweis auf die Eigenkapitalvorschriften der Banken diese ihre Kredite an Staat, Haushalte und Unternehmen zurückführen.

Nachdem die EZB im Dezember 2011 und im Februar 2012 mit dreijährigen Liquiditätspaketen rund 1000 Mrd. € an Liquidität in das Bankensystem der Eurozone zu einem Niedrigzinssatz von 1% gegeben hat, hat sich die Euro-Zone vorübergehend stabilisiert; zumal man bei Griechenland eine vorübergehende Stabilisierung durch einen Schuldenschnitt von rund 70% bei den privaten Gläubigern vorgenommen hat, der Athens Staatsverschuldung um fast 30% mit einem Schlag gekürzt hat. Dennoch ist - wie der Anstieg der Zinssätze für Spanien und Italien im April 2012 und die ratingmäßige Herabstufung Spaniens durch Standard & Poor's zeigt - keine nachhaltige Stabilisierung der Eurozone erreicht worden.

Der Griechenland-Anleihen-Schuldenschnitt vom Frühjahr 2012 sorgte insbesondere bei Banken in Griechenland, aber auch in Portugal und Frankreich für hohe Verluste, was eigentlich einige Banken zu Übernahmekandidaten macht; aber es gibt allen Problemen zum Trotz gerade mit Blick auf schwache Banken von Krisenländern keine erkennbare Konsolidierung im EU-Bankenbereich. Die Europäische Bankenaufsicht mit ihrem unnötig anspruchsvollen raschen Heraufschrauben der Eigenkapitalquote behindert den Konsolidierungsprozess im Bankensektor, was wiederum bedeutet, dass man für einige Länder mit Blick auf Staatsfinanzen und Stabilität mittelfristig Problemdruck dadurch erzeugt, dass der Staat dann marode Banken übernehmen muss. Hier ist die ganze Euro- bzw. Stabilisierungsstrategie der Rettungsgipfel von 2011/2012 voller Widersprüche. Einen Ausweg bietet hier nur ein politisch moderierter Bankenkonsolidierungsprozess, damit nicht am Ende eine verheerende Abwärtsspirale von Bankenkrisen in EU-Ländern und EU-Staatsfinanzierungskrise entsteht; zugleich muss die Europäische Bankenaufsicht an die kurze Leine genommen werden bzw. sollte die Politik der EBA unnötig rasches Heraufsetzen der Eigenkapitalerfordernisse untersagen – es reicht völlig aus, das im Basel III-Prozess der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich angelegte längerfristige Hinaufsetzen der Eigenkapitalquoten umzusetzen.

Ein ausgebauter Bankensektor gerade von Krisenländern konnte sich durch die undifferenzierten zwei LTRO-Kreditpakete vom Jahreswechsel 2011/2012 teilweise künstlich am Leben

erhalten. Es kann aber auf Dauer nicht Aufgabe der Europäischen Zentralbank sein, faktisch den Wettbewerbsprozess im Bankenmarkt der Eurozone auszuschalten bzw. künstlich kranke Banken am Leben zu erhalten und eine Marktkonsolidierung zu verhindern sowie eine neue, ländermäßige Segmentierung zu fördern. Dieses Problem wird noch dadurch verschlimmert, dass die nationalen Notenbanken der Euro-Länder Notkredite an ihre Banken geben dürfen. Die Liquiditätspakete der EZB sind vorübergehend hilfreich, aber in den Euro-Ländern sind dringlich Strukturreformen und wachstumspolitische Initiativen einzuleiten und eine Bankenkonsolidierung umzusetzen.

Auch in Spanien – und in Italien – haben Banken Probleme mit hohen Abschreibungen, wobei in Spanien vor allem aus Bauprojekten bzw. einer geplatzten Immobilienblase recht hohe Abschreibungen kommen. Zudem musste Spanien im Frühjahr 2012 schon wieder über 6% als Zins bei langfristigen Anleihen anbieten, wodurch sich automatisch auch die Zinssätze für Anleihefinanzierungen auf Seiten von Banken und Unternehmen erhöhen, was sich negativ auf Wachstum, Beschäftigung und Steuereinnahmen auswirkt. Gelingt es dem spanischen Staat wiederum nicht, seine Defizitquote deutlich zu vermindern, dann drohen die Zinssätze für Emittenten aus Spanien weiter anzusteigen; und Italien könnte dann ebenso in Mitleidenschaft gezogen werden wie es zu einer neuerlichen Portugal-, Griechenland- und Irlandkrise kommen könnte. Hier droht ein Teufelskreis aus Bankenkrise-Staatsfinanzierungskrise-Bankenkrise bzw. für die Eurozone droht die Gefahr, dass eine längerfristige Staatsfinanzierungskrise entsteht. Die spanische Regierung sollte ggf. über steuerpolitische Maßnahmen ein rascheres Absenken der noch relativ hohen Immobilienpreise erreichen und zugleich neue Weichen für einen Wandel weg von der strukturell überdehnten Bauwirtschaft hin zu einer stärker diversifizierten bzw. auf technologie- und wissensintensive Sektoren ausgerichteten Wirtschaft stellen.

Der Bankensektor der Eurozone insgesamt ist durch die Vorgaben der Europäischen Bankenaufsicht in unnötige Schwierigkeiten geraten, wonach gefordert wurde, zu September 2011 die Staatspapiere im Bestand der Banken auf den jeweiligen Marktpreis abzuschreiben. Für eine solche von der EBA eigenhändig verursachten Verschärfung der Bankenprobleme in der Eurozone gibt es keine vernünftige Begründung – dass die EBA solche sehr weitgehenden Befugnisse hat, nämlich über technische Bewertungsvorschriften massiv in die nationalen Bankenmärkte eingreifen zu können, ist nicht sinnvoll. Die EBA agiert in einem politischen Niemandsland, wo es weder eine Kontrolle durch die nationalen Parlamente noch durch das von der Sache her eigentlich verantwortliche Europäische Parlament gibt.

Die Aktiva der Banken sind im Vergleich zu US-Banken oder britischen Banken unzureichend diversifiziert, solange es keine supranationalen Euro-Staatsanleihen gibt, die faktisch eine sehr breite Risikodiversifizierung über alle Euro-Mitgliedsländer darstellen könnten; streng genommen gilt dies aber nur, wenn die supranationale Euro-Politikebene eigene Steuererhebungsmöglichkeiten – im Rahmen einer Politischen Euro-Union – hätte. Dies und die Rolle der EZB als lender of last resort können für hohes Vertrauen in solche Anlagen sorgen. Die Einführung supranationaler Euro-Staatsanleihen in einer Politischen Union hätte unmittelbar einen Bankenstabilisierungseffekt in der Eurozone, sofern man einen erheblichen Teil der nationalen Euro-Schulden gegen die neuen Euro-Staatsanleihen umtauschen könnte, wobei man den Banken hier eine Einmal-Priorität seitens des Gesetzgebers einräumen könnte.

Angaben von Eurostat aus dem April 2012 weisen aus, dass in der EU im Zeitraum 2008-2011 die Staatsverschuldung um 603 Mrd. € infolge von Bankenrettungsmaßnahmen zugenommen hat. Für Deutschland ergaben sich in statistischer Sicht Finanzmarktstützungsmaß-

nahmen von 293 Mrd. € die teilweise durch die Auslagerung von „Problempapieren“ in Sonderfonds bzw. Abwicklungsgesellschaften etwa von Landesbanken entstanden sind. Hier wird die Bruttostaatsverschuldung massiv erhöht, ohne dass für die Öffentlichkeit oder auch die Anleger deutlich wird, dass zugleich das Staatsvermögen wächst – denn in der Regel können die ausgelagerten Papiere mit geringem Abschlag längerfristig veräußert werden oder sie werden bis Endfälligkeit ohne Zahlungsausfälle gehalten. Da eine Erhöhung der Bruttoschuldenquote tendenziell den Zinssatz erhöht, wird hier durch eine sonderbare statistische Konvention von Eurostat bzw. das Fehlen eines Ausweises des staatlichen Bruttovermögens unnötigerweise ein Signal zur Destabilisierung der Finanzmärkte gegeben. Die Erhöhung der Nettoverschuldung infolge der Bankenkrise dürfte kaum 2% des Bruttoinlandsproduktes ausmachen, die Erhöhung der Bruttoverschuldung aber erhöht Deutschlands Staatsverschuldung um rund 15% des Bruttoinlandsproduktes.

Es ist dringend notwendig, dass die EU-Länder in Zukunft neben den staatlichen Bruttoschulden regelmäßig Daten zum staatlichen Bruttovermögen publizieren; warum diese ja für Rating-Agenturen, Kapitalmarktakteure, Steuerzahler und Bürgerinnen und Bürger nicht längst von der amtlichen Statistik ausgewiesen werden (ggf. ohne Schätzwerte für nationale Kunstschätze), ist nicht nachvollziehen. Hier bietet eine Datenlücke einen unnötigen Angriffspunkt für alle Arten von Spekulationen bzw. spekulative Attacken gegen EU-Länder. Andernfalls entstehen falsche Signale für die Kapitalmarktakteure. In einem ersten Schritt sollten die EU-Länder sich verpflichten, das jeweilige Staatsvermögen vollständig zu erfassen und regelmäßig zu veröffentlichen. Dringend sollte man Eurostat die Aufgabe zuweisen, das staatliche Bruttovermögen für alle EU-Länder regelmäßig zu veröffentlichen, wobei man dann auch auf das Thema marktnähere Bewertung der Goldreserven bei den Zentralbanken kommen wird; entsprechende umfassende Statistiken sollten mittelfristig auch zur Bedingung für neue Hilfspakete in der Eurozone gemacht werden.

Die Konsolidierung der europäischen Bankenmärkte ist von den Märkten in der kritischen Sondersituation seit dem Konkurs von Lehman Brothers nicht zu erwarten. Der faktische Zusammenbruch der Interbankenmärkte in der EU, der auch 2012 fortbesteht und ein großes Vertrauensproblem innerhalb des Bankensektors anzeigt – sichtbar auch an den von Banken zum Minizinssatz von 0,25 gehaltenen gewaltigen Überschüssen von Liquidität bei der EZB – verhindert bzw. beeinträchtigt stark die eigentlich notwendige Konsolidierung der Banklandschaft in der EU. Starke Banken, die anderen Banken aus Furcht vor versteckten Bilanzrisiken keine Kredite geben wollen, werden zugleich auch als sonst übliche Kaufinteressenten dieser schwachen Banken ausfallen. In dieser Situation sollte ausnahmsweise ein von der Europäischen Kommission und dem Europäischen Rat eingesetzter Expertenrat Vorschläge für eine Bankenkonsolidierung in der EU machen. Dabei könnten im Einzelfall auch vom Staat gezielte Anreize für die Bankenkonsolidierung kommen, etwa durch eine Freistellung von Kursgewinnen für die ersten fünf Jahre nach Übernahme.

Notwendig ist es, die von den EZB-Liquiditätsspritzen ausgehenden Impulse für eine Renationalisierung der Bankenmärkte zu dämpfen bzw. längerfristig zu überwinden: Ein EU-Binnenmarkt – und ein Euro-Binnenmarkt - ohne integrierten Finanz- bzw. Bankenmarkt ist nicht im Sinn der EU bzw. ihrer Bürgerinnen und Bürger. Der Staat in Krisenländern bzw. die Europäische Kommission könnten durchaus Impulse für Konsolidierungen im EU-Bankenmarkt geben. Großbritanniens Banken sind durch die Quantitative Lockerungspolitik der Bank of England in den Jahre 2009-2011 in einer sonderbar günstigen Lage, da die britischen Banken im Windschatten künstlich niedriger Anleihenzinssätze prosperieren.

Es stellt sich die Frage, weshalb in der Eurozone von Seiten der Europäischen Zentralbank keine entsprechende geldpolitische Lockerungspolitik durchgeführt worden ist; während in Großbritannien die Bank of England Staatsanleihen in Höhe von fast 20% des Bruttoinlandsproduktes angekauft hat (mit dem Ergebnis Zinssenkung und reale Pfundabwertung, was man als neue Form von beggar-thy-neighbor-policy – also Politik auf Kosten anderer Länder – ansehen kann), hat die EZB Staatsanleihen nur weniger Länder angekauft, wobei die Gesamtsumme Anfang 2012 bei kaum 3% des Bruttoinlandsproduktes der Eurozone lag. Ein Hauptproblem ist das Fehlen von supranationalen Euro-Staatsanleihen, die Ansatzpunkt für eine Politik der geldpolitischen Lockerung in der Eurozone werden könnte; alternativ müsste die EZB von allen Euro-Staaten entsprechenden nationale Euro-Anleihenblöcke ankaufen, was jedoch zu politischen Auseinandersetzungen und ökonomisch scharfen Diskussionen auch unter Experten führen könnte. Zudem könnten die Regierungen von Krisenländern den Ankauf von nationalen Euro-Anleihen ihrer jeweiligen Länder fälschlicherweise als Signal verstehen, dass man bei den Strukturreformen nachlassen solle. Dennoch ist eine aktivere Geldpolitik in der Eurozone sinnvoll, wobei dies mit einer gezielten Wachstumspolitik gerade in den Krisenländern verknüpft werden sollte; hierfür bieten sich insbesondere Initiativen zur Expansion der Informations- und Kommunikationstechnologie an (WELFENS, 2012a).

Die Qualität der drei großen Rating-Agenturen hat sich im Vorfeld der Transatlantischen Bankenkrise als nachweislich schwach erwiesen, wie der Bericht der US-Finanzaufsichtsbehörde USSEC (2008) gezeigt hat; eine Intensivierung des Wettbewerbs bzw. der Qualität im Rating-Geschäft, das sich u.a. auf Emissionen von Staaten, Banken und Unternehmen bezieht, ist dringlich und ein europäisches Stiftungsmodell in diesem Bereich – unter finanzieller Anschubfinanzierung mehrerer Staaten und in Verbindung mit einem universitären Forschungsnetzwerk – ist überfällig. Die Wohlfahrtsverluste durch inkonsistente bzw. falsche Ratings, die zu Fehlinvestitionen und verzerrten Risikoprämien führen, dürften jährlich für die EU mehrere Milliarden Euro betragen. Es ist unverständlich, warum Deutschland und andere EU-Länder nicht mit Steuergeldern als Anschubhilfe nach 2008 eine neue wissenschaftlich orientierte Rating-Agentur gestartet haben, deren qualitätsverbessernde Impulse für die Finanzmärkte bzw. alle Bürgerinnen und Bürger von größter Bedeutung sein können (die Initiative von Roland & Berger ist positiv, sieht aber sie keine forschungsbasierte neue Rating-Agentur vor; und die Qualität in Teilen der Rating-Arbeiten der drei führenden Agenturen ist nachweislich schwach, soweit man wissenschaftliche Qualitätskriterien anlegt). Kapitalmarktbasiertere Altersvorsorgeprodukte, die sich in einem verzerrten Rating-Umfeld entwickeln, gehören zu den Problemfeldern, die bei unzureichender Rating-Qualität keine vernünftige Entwicklung nehmen können. Die Stabilisierung der Finanzmärkte insgesamt und damit auch eine kalkulierbare Basis für die Refinanzierung des Staates verlangt nach leistungsfähigen Rating-Agenturen. Eine vernünftige Reform müsste auch kluge neue Anreizstrukturen setzen (WELFENS, 2009): Die Emittenten müssten im Rahmen einer Pool-Lösung nach dem Anteil ihrer Emissionen am Gesamtmarkt die Rating-Gebühren zahlen, wobei in einer ersten Stufe des Ratingsgeschäftes die Rating-Aufträge in einem Wettbewerbsverfahren zugewiesen werden. Eine einfache Vereinbarung der OECD-Länder oder der G20-Länder genügt, um eine solche neue Struktur zu etablieren, die Verzerrungseffekte im Ratingsgeschäft beseitigen könnte.

Die OECD-weiten Refinanzierungsprobleme für einzelne Staaten wie für eine Vielzahl von Banken könnten sich mittelfristig weiter verschärfen, da die strukturellen Defizitquoten der USA und Großbritanniens sowie Japans relativ hoch sind. In den USA dürfte allerdings die Kontraktion im Immobilienmarkt mittelfristig beendet sein, zumal anhaltendes Bevölke-

rungswachstum die Nachfrage längerfristig im Immobilienmarkt bzw. im Bausektor stärken wird. Auch in Spanien ist erst noch eine erhebliche Rückbildung des relativen Immobilienpreisindex erforderlich, bevor eine wirklich merkliche Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Bautätigkeit zu erwarten ist.

### *USA-Vereinigtes Königreich-Eurozone*

Der absehbare Anstieg der Staatsschuldenquote in den USA und im Vereinigten Königreich auf mittlere Sicht wird die Stabilisierung der Eurozone belasten. Beide Länder könnten geneigt sein, weitere Quantitative Lockerungspolitik zu betreiben, während die Eurozone mangels Existenz supranationaler Euroanleihen eine solche Politikoption nicht hat (es sei denn, dass die EZB von allen Euro-Ländern Staatsanleihen ankaufen wollte). Von daher gilt:

- Eine transatlantische bzw. OECD-weite Politikkooperation in Sachen Staatsschuldenkonsolidierung einerseits und Wachstumsinitiative andererseits sind daher dringlich. Die G20-Gipfel sind hierfür nicht der richtige Ort, es liegt an den G8-Ländern, hier eine rasche gemeinsame Initiative voran zu bringen.
- Die Eurozone sollte die Einführung von supranationalen Euro-Anleihen nicht weiter heraus zögern. Eine vernünftige Einführung bedarf aber sorgfältiger Vorbereitung und wohl auch weiterer Fortschritte in Sachen Euro-Politikunion. Wenn die Eurozone nicht über supranationale Staatsanleihen verfügt, dann hat die Eurozone nicht dieselben Politikoptionen wie die USA und Großbritannien; insbesondere die Strategie einer geldpolitischen Lockerung (Quantitative Easing) kann in der Währungsunion nicht einmal als Option betrachtet werden. Damit ist die Eurozone in internationalen Gesprächen mit den politischen Führungen der USA und Großbritanniens in einer schlechten Position, die selbst verschuldet ist.

Die in der Eurozone in 2012 aufgekommene Debatte um eine Wachstumsinitiative wird vermutlich die Länder der Eurozone alsbald veranlassen, unnötige Tabuisierungen etwa der Einführung von supranationalen Anleihen aufzugeben. Deutschlands Haltung in 2011 war bislang völlig ablehnend und überhaupt sind weite Teile der Berliner Position durch eine Haltung gekennzeichnet, als ob es den Konkurs der Lehman Brothers Bank in 2008 bzw. die Transatlantische Bankenkrise nicht gegeben hätte. Mag man auch manche Selbstzufriedenheit in Berlin mit der unerwartet guten Konjunktorentwicklung in 2010/2011 begründen – die wiederum zu einem wesentlichen Teil durch den unnormale niedrigen Realzins bzw. Sichere-Hafen-Effekte begründet ist -, so kann dies doch kein Anlass sein, die in weiten Teilen der EU bzw. der Eurozone erkennbaren Handlungsnotwendigkeiten aktiv aufzugreifen und eine gemeinschaftliche EU-Initiative zur Überwindung der ersten Krise zu starten. Dass man sich in 2010/2011 seitens der EU sich nicht stärker auch um eine direkte Kooperation mit den USA – die ganz ähnliche Probleme wie die Eurozone bzw. Großbritannien hat – bemüht hat, bedeutet eine unnötige Schwächung des Westens bzw. der Sozialen Marktwirtschaft. Aus Sicht Pekings ist die enorme Schwächung des Westens, kaum zwei Jahrzehnte nachdem der Westen die sozialistische Zentralverwaltungswirtschaft in der Systemkonkurrenz besiegte, ein sonderbares Phänomen. Man hat den Eindruck, dass Teile der politischen Systeme in den westlichen OECD-Ländern nur noch geringe Neigung spüren, auch nur die elementarsten eigenen Politikfehler zu diskutieren (Wo ist etwa in Deutschland ein unabhängiger Expertenbericht zur Transatlantischen Bankenkrise?) und die erkennbaren ersten Funktionsprobleme beim mächtigen Internationalen Währungsfonds zu thematisieren. Der IWF hat in seinem Griechenland-Bericht 2008 – im Rahmen der Artikel-IV-Politiküberwachung – ernsthaft für 2013

eine Schuldenquote Griechenlands von 72% angekündigt und in seinem FSAP-Bericht zu Irland, der das Finanzsystem des Landes betraf, im Sommer 2006 die irischen Banken zu einem Zeitpunkt für gesund erklärt, als sie bereits fast alle sichtbar krank und mangels praktizierter Bankenaufsicht von enormen Bilanzrisiken geprägt waren; warum im Übrigen die Europäische Kommission nicht gemerkt hat, dass EU-Bankenaufsichtsrichtlinien nicht umgesetzt wurden, ist unklar. Der FSAP-Bericht zur Schweiz war an wichtiger Stelle falsch – die UBS wurde zur gesunden Bank erklärt, während sie sich wenige Jahre später als Quelle des größten Jahresverlustes eines Schweizer Unternehmens offenbarte und vom Staat bzw. der Zentralbank gerettet werden musste (den FSAP-Bericht zu den USA hat der IWF unter Präsident Bush Jr. erst gar nicht geliefert, da der US-Präsident mit Blick auf das angeblich führende US-Bankensystem meinte, die Erstellung eines solchen Berichtes sei reine Geldverschwendung). Wenn Deutschland und seine europäischen Partnerländer keinen Druck auf den IWF ausüben, die Qualität seiner Arbeit im Bereich Politiküberwachung (Surveillance und Financial Assessment Program) deutlich nachhaltig zu verbessern, wird Europa seiner Verantwortung als wesentlicher Eigentümer des IWF nicht gerecht. Der IWF braucht mehr demokratische Kontrolle, mehr Transparenz und besseres Qualitätsmanagement – hingegen ist das kleinmütige Verteidigen von EU-Ländern in Sachen großes bzw. historisch überzogenes Stimmengewicht das falsche diplomatische Schlachtfeld.

### 3. Konsequenzen für die Fiskalpolitik in den einzelnen Mitgliedsstaaten

Im Zuge der Eurokrise bzw. der in den EU-Ländern vorgenommenen Konsolidierungsmaßnahmen kommt es in einigen Ländern zur Verlangsamung des Wirtschaftswachstums bzw. zu einer Rezession, wobei in Krisenländern zudem die staatlichen Zinsausgaben relativ zum Bruttoinlandsprodukt ansteigen. Letzteres wird in der Regel das Zusammenspiel von steigender Schuldenquote und steigenden Nominal- bzw. Realzinssätzen sein. Wenn etwa der Anstieg der Zinsausgabenquote 2 Prozent binnen zwei Jahren beträgt, so bedeutet dies, dass andere Ausgaben des Staates gekürzt werden müssen oder die Steuersätze zu erhöhen sind – letzteres kann wiederum wachstumsdämpfend wirken. Im Fall Irlands ist die Zinsausgabenquote von 1,03% in 2006 auf 4,33% in 2012 (Prognosewerte der Europäischen Kommission, siehe Anhang) gestiegen und für 2013 wird ein Anstieg auf 5,88% erwartet, so dass sich ein mittelfristiger Anstieg bei der Zinsausgabenquote von fast 5 Prozentpunkte ergibt; entsprechend musste in Irland die Steuerquote erhöht werden bzw. wurden Steuererhöhungen von Seiten der Regierung vorgenommen. In Griechenland beträgt der Anstieg der Zinsausgabenquote zwischen 2005 und 2013 rund 3 Prozentpunkte, wobei 2013 ein Wert von 7,7% erreicht wird. In Italien ist zwischen 2006 und 2013 ein Anstieg um knapp einen Prozentpunkt zu verzeichnen – die Zinsausgabenquote erreicht in 2013 5,5%. In der Eurozone (17 Länder) ist bei der Zinsausgabenquote ein Anstieg von 2,92% in 2006 auf 3,26% in 2013 und vermutlich um fast einen Prozentpunkt bis 2017 zu erwarten.

Angesichts des neuen Fiskalpaktes vom Dezember 2012, der für alle Euro-Länder maximale strukturelle Defizitquoten von 0,5% vorschreibt, liegt in der absehbaren Erhöhung der Zinsausgabenquote in der Eurozone ein Problem; jedenfalls für die Mehrzahl der Euro-Länder. Deutschland profitiert wie die USA und Großbritannien vom Sicherer-Hafen-Effekt und wird in 2013 – trotz gegenüber 1998 gestiegener Schuldenquote – eine Zinsausgabenquote von nur 2,26% in 2013 erreichen (1998 betrug die Zinsausgabenquote 3,37%). Mittelfristig könnte die Zinsausgabenquote für Deutschland sogar weiter fallen.

**Tabelle 1: Zinsausgabenquote in Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Vereinigtes Königreich, Irland, Griechenland, Portugal, Eurozone17, USA, Japan 1998, 2005, 2007, 2010, 2013**

	1998	2005	2007	2010	2013
Deutschland	3,37	2,84	2,82	2,50	2,26
Frankreich	3,31	2,70	2,70	2,44	2,97
Italien	8,18	4,67	4,95	4,40	5,50
Spanien	4,21	1,79	1,61	1,91	2,64
Vereinigtes Königreich	3,47	2,10	2,22	2,89	3,21
Irland	3,38	1,05	1,05	3,14	5,88
Griechenland	8,23	4,67	4,80	5,81	7,70
Portugal	3,09	2,45	3,00	3,03	5,52
Eurozone (17 Länder)	4,59	3,00	2,98	2,80	3,26
USA	4,13	2,64	2,88	2,61	3,28
Japan	3,50	2,42	2,48	2,65	2,74

Quelle: Ameco Datenbank (EU)

Die USA hingegen, die 2009 einen historisch niedrigen Wert der Zinsausgabenquote von 2,50% verzeichnete, wird in 2013 bei 3,28% stehen, wobei hier wegen der mittelfristig steigenden Schuldenquote möglicherweise auch – trotz der Rolle der USA als sicherer Hafen für Anleger – eine im Zeitablauf weitere moderate Erhöhung der Zinsausgabenquote denkbar ist. Im Übrigen ist in Großbritannien ein Anstieg der Zinsausgabenquote von 1,88% in 2009 auf 3,21 % in 2013 festzustellen. Allerdings ist die effektive Erhöhung der Zinsausgabenquote bei den USA und im Vereinigten Königreich keineswegs so hoch wie die Zahlen auf den ersten Blick nahelegen, da ein Teil der Zinsausgaben bedingt durch die Politik der geldpolitischen Lockerung (Quantitative Easing, was im Wesentlichen den umfassenden Ankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank bedeutet; in den USA machten die Anleihekäufe im Rahmen von QE kumuliert etwa 15% des Bruttoinlandsproduktes, im Vereinigten Königreich rund 20% aus) an die jeweilige Zentralbank fließt, die ihrerseits dann erhöhte Zentralbankgewinne an den Staat abführt: In den USA waren hier in 2011 rund 80 Mrd. \$ an Gewinnen der Zentralbank zu verzeichnen, die dann an die Bundesregierung flossen – immerhin rund 0,5% des US-Bruttoinlandsproduktes. Für die USA ergibt sich also faktisch trotz massiv gestiegener Staatsschuldenquote kaum eine nennenswerte Erhöhung der Zinsausgabenquote. Hinzu kommt, dass durch die Politik der geldpolitischen Lockerung eine Währungsabwertung und mithin ein wachstumsförderlicher Nettoexportimpuls ausgelöst wurde, der wiederum zu höheren Steuereinnahmen beitrug. In der Eurozone ist hingegen bislang keine Politik des Quantitative Easing durchgeführt worden (die von der EZB zur Marktstützung getätigten selektiven Anleihekäufe machten bis Anfang 2012 kaum 3% des Bruttoinlandsproduktes der Eurozone aus).

### ***Einnahmeverbesserungen durch Finanzmarktbesteuerung und Ausgabeneinsparung durch supranationale Euro-Staatsanleihen***

In den Euro-Krisenländern sind die Steuereinnahmen relativ zum Bruttoinlandsprodukt zu erhöhen. Dabei bietet sich in Ländern mit hoher Verschuldung der Übergang zu einem einfach zu administrierenden Einheitssteuersatz an. Wegen der hohen Zinsausgabenquote muss dieser allerdings dann eben höher ausfallen als bei normaler Zinsausgabenquote. Griechenland etwa könnte hier auch aus den positiven einschlägigen Steuerreformerfahrungen einiger osteuropäischer EU-Länder lernen. Erst längerfristig bzw. nach einer institutionellen Modernisierung bietet sich der Übergang zu einem stärker differenzierten Steuersystem mit Progressionseffekten an.

Eine gemeinsame internationale Transaktionssteuer auf besonders riskante Finanzgeschäfte wäre wünschenswert, da man auf diese Weise negative externe Effekte internalisieren könnte. Es wäre Aufgabe einer Expertengruppe jene Geschäftsfelder herauszufiltern, die mit Blick auf die Systemstabilität als gefährlich gelten bzw. mit hoher Wahrscheinlichkeit negative internationale Risiko-Übertragungseffekte mit sich bringen könnten. Natürlich wird der Finanzsektor nach Wegen suchen, die neuen Steuern zu vermeiden und genauso natürlich sollte der Staat dann die Steuerinstrumente modifizieren; der EU-Finanzbinnenmarkt ist hier der richtige Aktionsraum für eine Initiative, wobei bei Nichtbereitschaft Großbritanniens hier mitzuwirken eine auf die Euro-Länder beschränkte Initiative erfolgen könnte. Es ist wünschenswert, Großbritannien einzubinden, doch wenn es seiner historischen Verantwortung nicht gerecht werden kann oder will, dann sollte die Eurozone pragmatisch allein voran schreiten. Je länger Nicht-Euro-Länder nicht mitwirken, desto höher sollte später der politisch-ökonomische Preis

für eine spätere Mitwirkung in der Eurozone sein; und im Übrigen ist nicht klar, weshalb die EU-Bankenaufsicht auf Dauer in London angesiedelt sein sollte, wenn das Vereinigte Königreich sich beim Versuch abseits stellt, die zweitgrößte Finanzkrise der Weltwirtschaft in den Griff zu bekommen.

Höhere Steuereinnahmen ließen sich insbesondere bei erhöhtem Wirtschaftswachstum erzielen, aber auch Steuerreformen in einzelnen EU-Krisenländern sind offenbar notwendig, um eine mehr nachhaltige Finanzierung des Staates sicherzustellen. Ob eine Finanzmarkttransaktionssteuer sinnvoll in der Eurozone eingeführt werden kann, bleibt im Einzelnen zu prüfen. In jedem Fall wäre die Einführung einer nationalen oder eurozonen-weiten Volatilitätssteuer bei der Eigenkapitalrendite der Banken empfehlenswert (WELFENS, 2009). Banken, die eine mittelfristig stabile bzw. realistische Eigenkapitalrendite erzielen, könnten einen Steuerbonus erhalten, Banken bzw. andere Finanzinstitutionen mit stark schwankenden Eigenkapitalrenditen sollten einen Zuschlag zur normalen Körperschaftssteuer zahlen – denn stark schwankende Eigenkapitalrenditen von Banken deuten auf eine wenig nachhaltige Bankenexpansionsstrategie bzw. das zeitweilige Eingehen übermäßig hoher Risiken hin.

### ***Einspar- und Stabilisierungsmöglichkeiten durch verschiedene Varianten von Euro-Anleihen***

Die Euro-Zone täte gut daran, durch die Emission von supranationalen Euro-Anleihen, die als risikolos gelten sollten, die Stabilität des Bankensystems zu sichern. Das Bankensystem in der Eurozone sitzt auf vielen Staatspapieren, deren Bonität nicht AAA bzw. bei denen eine mittelfristige Herabstufung droht. Das ist für die Stabilität des Bankensektors in der EU insgesamt ein Problem, wobei ein geschwächtes Bankensystem die Kredite an die Wirtschaft mittelfristig zurückfahren dürfte; wenn in Umfragen etwa der EZB bislang nicht von einer Kreditklemme die Rede ist, so liegt hier in Wahrheit ein Teilproblem vor, da selbst Großunternehmen für langfristige Investitionsprojekte – nach vorliegenden Angaben – nicht die gewünschte langfristige Finanzierung bekommen, sondern eher mittelfristige Finanzierungen realisieren. Hier entsteht eine Fristeninkongruenz in der Unternehmens- bzw. Investitionsfinanzierung, die ein bislang kaum wahrgenommenes Risiko darstellt und längerfristig zum Problem auch in Deutschland werden könnte. Die Struktur der Bilanzen zu stabilisieren bzw. die Qualität zu verbessern, ist im Interesse von Bürgerschaft und Wirtschaft in der EU. Es gibt im Vergleich zu den USA und dem Vereinigten Königreich in der Eurozone eine Lücke mit Blick auf „zentrale Staatsanleihen“, was in der Eurozone sogenannten Euro-Anleihen entspräche. Hier gibt es für die Ausgestaltung bzw. den Start vier Möglichkeiten:

- a) Die EZB gibt auf Basis einer Vereinbarung mit den Regierungen der Euro-Länder und der Europäischen Kommission supranationale Euro-Staatsanleihen aus (hinter der EZB stehen die Mitgliedsländer als Eigentümer), was eine Basis für den Austausch bestehender nationaler Euro-Anleihen ist; nationale Euroanleihen bis zu 50% des Bruttoinlandsproduktes könnten umgetauscht werden bei allen Euro-Ländern, Länder mit einer Schuldenquote von unter 60% könnten bis zu 60% umtauschen. So entstünde ein supranationaler Eurobonds-Markt mit niedrigen Zinssätzen. Zur Wahrung der Unabhängigkeit der EZB könnte man den Fonds ESM und die Europäische Investitionsbank bei der Begebung und Verwaltung der EZB-Euro-Anleihen einbeziehen. Es wäre ein fristenkongruenter Umtausch zu empfehlen. Dabei entsteht im Übrigen ein Markt für supranationale Euro-Anleihen, der für die EZB auch Basis für Quantitative Lockerungspolitik wie in Großbritannien oder den USA sein könnte. Das mögliche An-

kaufsvolumen könnte sich hier aus 10% des Bruttoinlandsproduktes über mehrere Jahre belaufen, wobei bei einem durchschnittlichen Zinssatz von 4% auf 800 Mrd. € angekaufte Anleihen dann einen rechnerischen Notenbankgewinn von etwa 32 Mrd. € p.a. (rund 0,3% des Bruttoinlandsproduktes der Eurozone) zusätzlich entstünde, der an die Euro-Mitgliedsländer auszuschütten wäre.

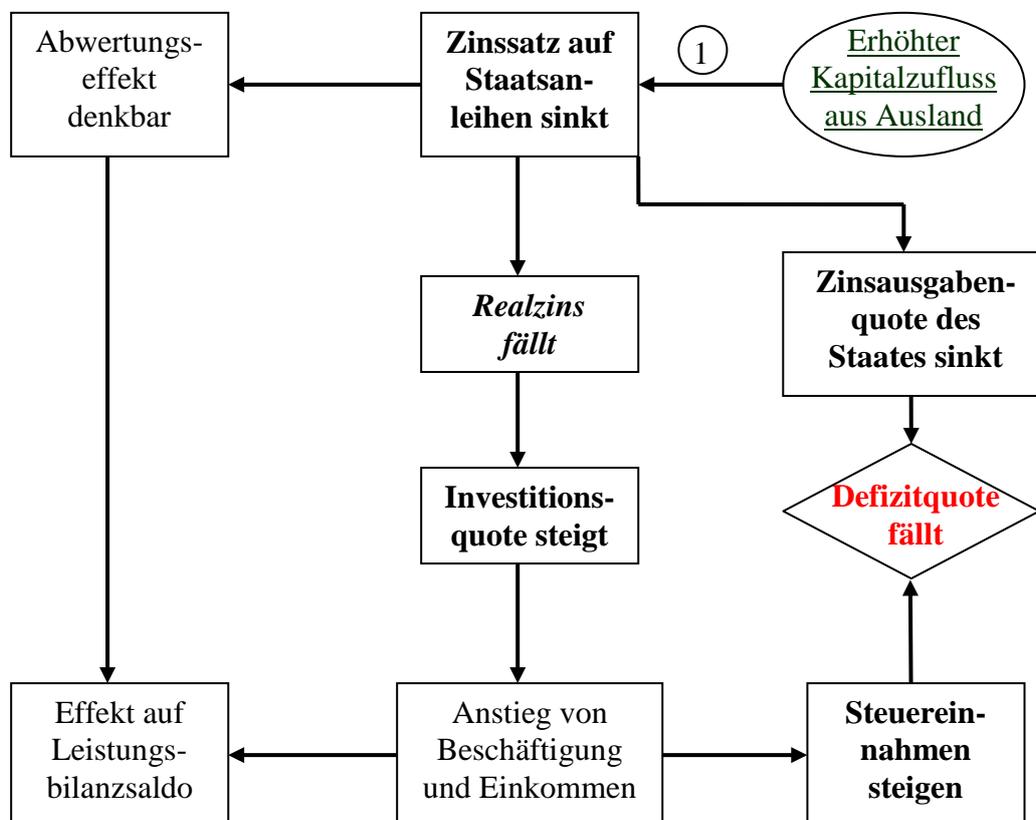
- b) Die Gemeinschaft der Euro-Länder gibt als Gruppe sogenannte Euro-Bonds aus, also gemeinschaftlich garantierte Anleihen, was jedoch als relativ problematisch gelten kann, nachdem die Euro-Gipfel bzw. EU-Gipfel von 2011 mit ihren Haarschnitt-Entscheidungen für Griechenland erheblich an Vertrauen in den Kapitalmärkten verloren haben – höhere Zinssätze als im Modell a) wären die Folge.
- c) Der EFSF oder der ESM geben Euro-Anleihen aus, was bei EFSF-Anleihen auf einen Länderpool ohne die Programm- bzw. Krisenländer hinausläuft; dieser bringt insofern ein Problem, als durch neue Krisenfälle bzw. eine Ausweitung der Programmländer die hinter solchen Anleihen stehenden Länder in der Zusammensetzung potenziell variabel sind. Auch das bedeutet einen Zinszuschlag gegenüber dem Modell a).
- d) Ein vom Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Jahresgutachten 2011/2012 entwickeltes Modell eines Euro-Erblasten-Anleihepools wird zur Basis für die Emission von gemeinschaftlich garantierten Euro-Anleihen. Da der Überschuss zur 60%-Schuldenquoten-Obergrenze des Stabilitäts- und Wachstumspaktes in diesen Pool wandern soll bzw. Euro-Länder mit „überhöhter Staatsschuldenquote“ sich am Pool ebenso beteiligen sollen wie Länder mit einer Schuldenquote von unter 60%, so entsteht ebenfalls eine Art gemeinschaftlich garantierter Euro-Bonds; allerdings wären die Verbindlichkeiten im Pool teilweise durch nationale Devisenreserven und zudem durch die Zweckbindung bestimmter Teile des Steueraufkommens abgesichert, was einen Zinssatz etwas oberhalb von Modell a), jedoch geringer als bei c) und d) erwarten lässt.

Aus theoretischen Überlegungen heraus und unter pragmatischen Aspekten bietet es sich an, Modell a) und Modell d) zu kombinieren, wobei das Modell a) eine Priorität bzw. ein Übergewicht haben sollte. In der Kombination der Modell a) und d) ließe sich die Zinslast für fast alle Euro-Länder vermindern und die konjunkturellen Aussichten für alle EU-Länder würden sich verbessern.

## 4. Auswirkungen auf die Konjunktur der einzelnen Mitgliedsstaaten

Die Auswirkungen der Euro-Staatsfinanzierungskrise bzw. der notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen auf die Konjunktur der einzelnen Mitgliedsstaaten sind absehbar negativ auf kurze Sicht, könnten aber mittelfristig differenzierter zu betrachten sein. Eine Ausnahme ist Deutschland plus Frankreich sowie die Niederlande, Österreich, Luxemburg und Finnland, die alle bis Herbst 2011 über ein AAA-Rating verfügten (Österreich und Frankreich waren bei Standard & Poor's Anfang 2012 nur noch mit AA+ im Rating für staatliche Anleihen verzeichnet); bei AAA-Ländern und auch bei AA+-Ländern kann von einem Sichere-Hafen-Effekt ausgegangen werden, was auf eine Erhöhung der internationalen Kapitalzuflüsse hinausläuft. In Folge erhöhter Kapitalzuflüsse kommt es zu einem im Zeitablauf sinkenden nominalen und realen Staatsschuldtitelzins. In Abhängigkeit von der durchschnittlichen Laufzeit der Staatsanleihen wirkt der von der Deutschen Bundesbank (2010) geschätzte Sichere-Hafen-Effekt einer Zinsminderung von 2 Prozentpunkten dann im Lauf von 7-8 Jahren umfassend dämpfend bei den staatlichen Zinsausgaben und zudem vermindern sich – vermutlich um etwa einen Prozentpunkt – die Kapitalkosten der privaten Investoren und der Haushalte. Zudem dürfte sich kurzfristig eine reale Abwertung als Folge der einsetzenden Nominalzinsenkung ergeben, die mittelfristig durch die via Realzinsenkung getriebene Erhöhung der Investitionsquote und den induzierten Anstieg der Realeinkommen verstärkt wird (Abb.1).

Abbildung 1: Schematische Darstellung der Sichere-Hafen-Effekte für Deutschland



Als Folge dessen kann man vor dem Hintergrund üblicher Makromodelle (IMF-Modell, QUEST bei der Europäischen Kommission; EZB-Modell, Bundesbank-Modell) folgende Sichere-

re-Hafen-Effekt-Wirkungskette für Deutschland in mittlerer Frist bzw. über etwa sieben Jahre erwarten, sofern man eine mittelfristige Zinssenkung annimmt:

- Anstieg der Investitionsquote um 0,5-1 Prozent (gegenüber Standardreferenzszenario); damit ergibt sich eine höhere Kapitalintensität und damit auch ein höheres gesamtwirtschaftliches Einkommen.
- Zunahme des privaten Konsums in realer Rechnung, wobei dies aus der Erhöhung der Investitionsdynamik bzw. der Realeinkommen folgt.
- Anstieg der Beschäftigungsquote, denn annahmegemäß geht die Erhöhung des Kapitalbestandes mit einer Zunahme der Beschäftigung einher.
- Erhöhung der Reallöhne, was sich in makroökonomischen Standardmodellen im Kontext mit der Erhöhung der Kapitalintensität bzw. der Erhöhung der Arbeitsproduktivität ergibt.
- Moderate Zunahme des Preisniveaus im Kontext einer verbesserten Kapazitätsauslastung und davon ausgehend Verschlechterung der deutschen Leistungsbilanzposition; spiegelbildlich werden sich die Exporte der Partnerländer verbessern, was analytisch im Zwei-Länder-Modell (Deutschland als Land I, EU-Partnerländer als Land II) zu einem positiven Rückwirkungseffekt beim deutschen Bruttoinlandsprodukt und Beschäftigung und Steuereinnahmen führt.
- Anstieg der realen Aktienkurse als Folge des Absinkens des Zinssatzes, was die Erhöhung der Investitionsquote mittelfristig stützt.
- Erhöhung der Steuereinnahmen bzw. staatliche Ausgabeneinsparungen; nimmt man an, dass das Bruttoinlandsprodukt um einen halben Prozentpunkt binnen fünf Jahren als indirekte Auswirkung des Sichere-Hafen-Effektes ansteigt, dann wird das Bruttoinlandsprodukt nicht etwa 2900 Mrd. € in 2017 betragen (illustratives Basisszenario; Bruttoinlandsprodukt in 2011: 2571 Mrd. €), sondern 2914 Mrd.. Das bedeutet bei einer Steuer- und Abgabenlastquote von 40%, dass der Staat – inklusive Sozialversicherung – in 2017 im Vergleich zum Basisszenario knapp 6 Mrd. € Mehreinnahmen verzeichnet, wozu noch rund 44 Mrd. € eingesparte Zinsausgaben für den Staatssektor hinzukämen (hier ausgehend von angenommenen 2200 Mrd. € Staatsverschuldung und einem Normalzins von 4% bzw. einem Sichere-Hafen-Zins von 2%). Da zudem die Beschäftigungsquote ansteigt, gibt es auch bei der staatlichen Arbeitslosenversicherung Einspareffekte, die vermutlich etwa 5 Mrd. € in 2017 ausmachen könnten. Die Gesamteinspareffekte für den Staat machen also in 2017 rund 50 Mrd. € bzw. 1,7% des Bruttoinlandsproduktes jenes Jahres in Deutschland aus, während in den Vorjahren die Effekte wegen der Laufzeiteffekte bei den Staatsanleihen geringer ausfallen. Kurzfristig bzw. im ersten Betrachtungsjahr 2010 wird nur etwa 1/8 des Staatsschuldenbestandes zur Refinanzierung zu vermindertem Zins fällig, während nach rund acht Jahren dann der gesamte Staatsschuldenbestand zum verminderten Realzins refinanziert ist. Geht man illustrativ für 2010 von Einspareffekten von 5 Mrd. € für 2011 von 10 Mrd. € für 2012 von 15 Mrd., für 2013 von 20 Mrd., für 2014 von 25 Mrd., 2015 von 35 Mrd. und 2016 von 40 Mrd. und schließlich von 50 Mrd. in 2017 aus, so ergäben sich aus der Eurokrise paradoxerweise für den deutschen Staat direkte und indirekte kumulierte Einspareffekte von 200 Mrd. € bis 2017, was fast 7% des Bruttoinlandsproduktes von 2017 entspricht. In anderen Ländern mit Top-Rating wären die Brutto-Vorteilseffekte offenbar etwas geringer als in Deutschland, das den Boden der Zinspyramide der Länder in der Eurozone bildet. Selbst wenn man Steuereinnahmeausfälle und erhöhte Bankensanierungskosten infolge der Griechenland-, Portugal- und Irlandkrise betrachtet und im Fall Deutschlands mit 50 Mrd. € im Zeitraum 2010-2017 ansetzen wollte, so bleibt wohl ein erheblicher positiver fiskalischer Netto-

effekt für Deutschland. Die Zinssätze in Krisenländern bzw. Ländern mit hohen Kapitalabflüssen steigen allerdings an. Nimmt man als mögliche Abschätzungsbasis für Verluste des deutschen Staates aus der Eurokrise die bis Ende 2011 aufgelaufenen Verluste aus dem Bankenrettungsfonds SOFFIN bzw. aus der Transatlantischen Bankenkrise, dann betrug die Verlustquote (ohne Griechenland-Schuldenschnitt-Effekte) etwa 5%. Nimmt man die Effekte des Griechenland-Schuldenschnitts hinzu, so kann man Anfang 2012 von einer Verlustquote von 10% ausgehen und nimmt man wiederum eine solche Verlustquote auch für das maximale vorläufige deutsche Garantievolumen von 211 Mrd. € an, so wird dann offenbar der Saldo aus Sichere-Hafen-Effekten und Verlusteffekten für Deutschland eindeutig positiv sein.

- Diesen positiven mittelfristigen Effekt, der selbst bei einer angenommenen Verdoppelung der Verlustkosten aus den drei Krisenlandfällen - von 50 auf 100 Mrd. € im Zeitraum 2010-2017 – beträchtlich bzw. bei über 100 Mrd. € im Gesamtzeitraum wäre, kann man mit Blick auf Deutschland den immer neuen Schreckenszahlen von Ifo-Chef Sinn entgegenhalten, der via Interview in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung den Steuerzahlern gegenüber kumulierte Risiken aus den Rettungsfonds von über 600 Mrd. € Anfang 2012 betonte. Es gibt in der Eurokrise sicherlich auch Risiken für den deutschen Steuerzahler, aber eine solide Analyse wird das Gesamtbild betrachten.
- Die von Ifo-Chef Sinn präsentierten Debattenbeiträge zu den Risiken der Euro-Rettungsschirme aus deutscher Sicht kann man als einseitig und weitgehend irreführend bezeichnen - die genannten makroökonomischen Positivwirkungen aus dem Sichere-Hafen-Effekt hat man an der Ifo-Spitze jedenfalls in den bisherigen Darlegungen völlig ausgeblendet, obwohl dieser Effekt schon 2010 von der Deutschen Bundesbank mit Blick auf die Höhe des Zinssenkungseffektes quantifiziert wurde und obwohl die Größenordnung, die sich als mittelfristiger Gesamteinspareffekt bzw. -einnahmenseffekt ergibt, bei kumuliert fast 7% des Bruttoinlandsproduktes ansetzen lässt (siehe die obige Analyse). Eine angemessene Sichtweise aber wird sowohl mögliche Risiken als auch erkennbare positive Sondereffekte für Deutschland berücksichtigen wollen. Eine einseitige Betrachtung wird hier jedenfalls als nicht sachgemäß abgelehnt und kann wohl nicht ernsthaft Basis verantwortungsvoller Politikentscheidungen sein.
- Auch die Debatte um Euro-Staatsanleihen muss man vor dem Hintergrund der oben präsentierten Überlegungen entsprechend neu einordnen. Die Einführung von Euro-Staatsanleihen in mittlerer Frist – etwa im Zuge eines Eintauschens von nationalen Euro-Staatsanleihen in Höhe von 50% des Bruttoinlandsproduktes gegen neue supranationale Staatsanleihen – dürfte für die Eurozone insgesamt eine Senkung des realen Zinsniveaus von fast einem Prozentpunkt bringen; für Deutschland könnte das Zinsniveau allerdings nominal und real zunehmen, da die Einführung von solchen Staatsanleihen den Sichere-Hafen-Effekt mindern wird (für Deutschland wäre allerdings ein Verharren in der unnormalen Sondersituation mit negativem Realzins im Kontext starker Sichere-Hafen-Effekte aus ökonomischer Sicht nicht wünschenswert, da bei einem negativen Realzins eine Fehlallokation von Ressourcen begünstigt wird; und Negativeffekte einer fortgesetzten Krisensituation bei EU-Partnerländern dürften positive Sichere-Hafen-Effekte langfristig überkompensieren). Zugleich wird die Zinsausgabenquote in der Eurozone um einen halben bis einen ganzen Prozentpunkt längerfristig sinken können; statt 3,26% in 2013 ergäbe sich also in einigen Jahren, nach Einführung supranationaler Staatsanleihen dann eine Zinsausgabenquote etwa in der Spanne von 2,3-3%; dies setzt allerdings im Vorfeld deutliche Schritte hin zu einer Politischen Union und sehr deutlich verbesserte nationale Etatdisziplin voraus. Gelingt es, langfristig die Zinsausgabenquote um einen Prozentpunkt zu senken, so macht dies ausgehend von einem für 2017 erwarteten Bruttoinlandsprodukt der Eurozone von et-

wa 10 000 € immerhin 100 Mrd. € bzw. etwa 300 Euro pro Kopf und Jahr an wirtschaftlichem Vorteil aus der Einführung von supranationalen Euro-Staatsanleihen aus. Es sei angemerkt, dass in Irland die Entwicklung der direkten Steuerquote im Zeitraum 2010-2015 laut Kommissionsbericht (EUROPEAN COMMISSION, 2012a, S. 21) der Entwicklung der Zinsausgabenquote gefolgt ist: Die Zinsausgabenquote steigt von 3,1% in 2010 auf 5,6% (Planzahl) in 2015, während die Direkte Steuerquote von 10,5 auf 13,2% (Planzahl) erhöht wird.

- Da bei vernünftiger Einführung supranationaler Euro-Staatsanleihen die Steuerquote in der Eurozone abgesenkt werden kann, wird sich bei einer entsprechend sinnvoll ausgestalteten Steuerpolitik auch eine höhere Investitionsquote in der Währungsunion und von dort ausgehend dann auch eine Erhöhung von Wachstum und Beschäftigung sowie Außenhandel ergeben. Deutschland als Land mit strukturellem Exportüberschuss wird hiervon besonders in Form steigender Güterexporte profitieren, wobei der gesamtwirtschaftliche Nettoeffekt aus höherem Zins und verbesserter Konjunktur bei den Euro-Partnerländern neutral sein könnte. Gelingt in einem solchen Umfeld eine nachhaltige Stabilisierung der gesamten Eurozone, dann wären Deutschland und andere „Garantiegeberländer“ der Währungsunion zugleich die Risiken aus den Rettungsschirmen los. Bis 2020 könnte man eine solche Politik-Union mit supranationalen Staatsanleihen einführen. Möglicherweise bildet sich im Kreis der sechs Euro-Gründungsmitglieder eine entsprechende Initiative, der dann andere Länder aus der Eurozone folgen werden.
- Die Summe aus direkten und indirekten Vorteilen der Einführung von supranationalen Euro-Staatsanleihen könnte bei jährlich deutlich über 1000 € pro Familie liegen. Die Einführung von supranationalen Euro-Staatsanleihen kann insgesamt als Teil einer Wachstumspolitik für die Eurozone angesehen werden, wobei dies allerdings voraussetzt, dass längerfristig dann auch die Körperschaftsteuersätze in den EU-Ländern moderat gesenkt werden. Ohne eine Erhöhung der Investitionsquote gibt es in der Regel keine Erhöhung der Wachstumsrate. Bei erhöhtem Wachstum steigt auch die Beschäftigung an. Für die Eurozone ergibt sich insgesamt eine Zinssenkung, die auch auf die OECD-Kapitalmärkte ausstrahlen wird bzw. dort zu einem positiven Konjunkturimpuls führt, der wiederum die Nettoexporte der Eurozone stärken wird. Da die Zinssenkung der Eurozone (von etwa 4,5% Anfang 2012 auf etwa 3%) eine reale Abwertung des Euros bedeutet, verstärkt sich abwertungsbedingt dann der Nettoexport, so dass die in 2010/2011 in etwa neutrale Leistungsbilanzposition der Eurozone mittelfristig verbessert wird. Da die Partnerländer der Eurozone aber spiegelbildlich eine reale Aufwertung erfahren, ist nicht ganz klar, ob es auch bei den Nicht-Euro-Ländern zu einer Expansion des Bruttoinlandsproduktes kommen wird. Mit dem QUEST-Makromodell der Europäischen Kommission lassen sich hierzu aber die entsprechenden Antworten finden. Die reale Zinssenkung für fast alle Länder der Eurozone bedeutet, dass die Defizitquote der Eurozone absinken wird, die Schuldenquote gedämpft wird und das wiederum dürfte Konsum und Investitionen stimulieren. Das Absinken der Schuldenquote bedeutet nämlich, dass der Druck hin auf eine Erhöhung der (erwarteten) Steuersätze abnimmt. Insgesamt entsteht eine Euro-Stabilisierungseffekt, an dem natürlich alle Garantieländer bzw. Kreditgeber in der Eurokrise Interesse haben; allen voran Deutschland. Wenn man gleichzeitig die Staatsausgaben wesentlich von der nationalen auf die supranationale Brüsseler Ebene in wichtigen Bereichen – insbesondere Infrastrukturausgaben, Militärausgaben und Energiewirtschaft sowie Innovationsförderung – verschiebt bzw. sich auf eine supranationale Staatsverbrauchsquote von 4% (statt gut 1% in 2012) einrichtet, während die Staatsverbrauchsquote auf der nationalen Ebene von etwa 20% auf 16% absinkt, dann sollte man der Brüsseler Ebene zusammen mit erheblichen nationalen Aktiva aus dem Infrastrukturbereich auch 1/5

des supranationalen Staatsschuldenbestandes übertragen. Die aufgaben- und ausgabenmäßig ausgeweitete Aktivität auf der supranationalen Politikebene bedeutet, dass speziell die Bundesländer in Deutschland eine Entlastung erfahren, allerdings müssten diese ja auch einen Teil ihres Bruttovermögens bzw. Infrastrukturaktiva auf die supranationale Ebene übertragen. Da die nationale Politikebene mit dem Übergehen der stabilitätspolitischen Verantwortung auf die supranationale Politikebene dann keine Gründe für zyklische Defizite benennen kann, wird längerfristig bei Vorgaben für ausgeglichene Staatshaushalte auf der nationalen Politikebene dann auch im Zeitablauf ein zunehmender Anteil der neuen Euro-Staatsanleihen bei der supranationalen Ebene liegen. Die Höhe des Zinssatzes für die supranationalen Euro-Staatsanleihen wird sich wesentlich am Vertrauen der internationalen Anleger in die Brüsseler Politikebene bzw. die noch zu schaffende Euro-Politikunion festmachen lassen; wird mit dem Übergang zu Euro-Staatsanleihen auch ein realistischer Plan für die Umsetzung eines Projektes Euro-Politikunion vorgelegt, dann wird dies zu einem realen Niedrigzins beitragen.

- Der Durchschnittszins für Euro-Staatsanleihen fiele von etwa 4,5% in der Eurozone in 2011 auf ca. 3% in einer Konstruktion mit Euro-Politik-Union, wenn man davon ausgeht, dass eine supranationale Euro-Fiskalpolitik im skizzierten Umfang sich günstiger finanzieren kann als das fragmentierte bisherige Euro-System – in der Zeit der Euro-Krise bestehend aus der künstlichen Niedrigzinsregion Deutschland, Frankreich plus Niederlande, Luxemburg und Finnland einerseits sowie anderen Euro-Ländern mit eher hohen Zinssätzen (bei in etwa gleichen niedrigen Inflationsraten von nahe 2%). Wenn man als Normalzins für nationale Euro-Anleihen in Deutschland, Frankreich und anderen Euro-Ländern 4% ansetzt, während supranationale Euro-Staatsanleihen (mit einem Anteil von zunächst  $\frac{1}{4}$ , später auf  $\frac{1}{2}$  ansteigend) zu einem Zins von 2,5% als realistisch erscheinen ( $\frac{1}{4} \times 0,025 + \frac{3}{4} \times 0,04 = 0,03625$ ). Wenn man vereinfachend annimmt, dass man mittelfristig 1% an Zinsausgaben – bezogen auf 8000 Mrd. € Staatsschulden – einsparen kann, dann entspricht dies einem direkten ökonomischen Gewinn von 80 Mrd. € pro Jahr bzw. rund 250 € pro Euro-Bürger bzw. 1000 € für eine vierköpfige Familie in der Eurozone. Indirekte Vorteilseffekte etwa aus zinsinduzierter Erhöhung der Investitionsquote kommen hinzu.
- Ein großer Markt für supranationale Euro-Staatsanleihen – in einem Umfeld mit soliden Staatsfinanzen und niedriger Inflationsrate sowie geringer Arbeitslosenquote einerseits und leistungsfähigem stabilem Bankensystem andererseits – ist eine gute Basis, damit eine Währung als internationale Reservewährung globale Marktanteile gewinnt. Dies ist gerade im Interesse aller Bürgerinnen und Bürger der Eurozone. Wenn man einen Blick auf die USA wirft, so wird der Vorteil deutlich, der aus der Position eines Landes erwächst, dessen Währung international unmittelbar für Transaktionszwecke einerseits und als Reservewährung bei Zentralbanken andererseits genutzt wird: Etwa 500 Mrd. \$ werden als US-Währung außerhalb der USA genutzt, was  $\frac{3}{4}$  des US-Bargeldes entspricht und zugleich werden von den Zentralbanken in aller Welt Dollaranleihen gehalten, für die die USA real etwa 2 Prozentpunkte weniger an Zins zahlen müssen als die US-Firmen und –Banken an Rendite international erzielen können (EICHENGREEN, 2012, S.12). Überträgt man diese Zahlen auf die Eurozone (in wirtschaftlich gesundem Zustand) und nimmt an, dass die Position der Eurozone nur etwa halb so stark wie die des US-Dollars ist, so ergibt sich aus 200 Mrd. € die international längerfristig an Zahlungsmitteln außerhalb der Eurozone umlaufen könnten, ein Ressourcentransfer – ausgehend von einer Einwohnerzahl von 330 Mio. in der Währungsunion - pro Kopf von rund 600 € pro Kopf in der Eurozone. Geht man davon aus, dass international Währungsreserven in Höhe von 2000 Mrd. € längerfristig von den Zentralbanken – bei Euro-Stabilität – gehalten würden und nimmt man an,

dass auch für die Eurozone eine Differenz von 2 Prozentpunkten zwischen dem auf supranationale Euroanleihen zu zahlenden Zins und der im Ausland erzielbaren Rendite besteht, dann könnte die Eurozone sich jährlich eine Leistungsbilanzdefizitquote gegenüber Drittländern in Höhe von 0,44% quasi zum Nulltarif erlauben (das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone ist hier mit 9000 € angesetzt). Entsprechend könnte der Pro-Kopf-Konsum in der Eurozone um fast einen halben Prozentpunkt höher ausfallen als ohne den Euro; mit Blick auf Deutschland ist der ökonomische Gewinn im Vergleich zur Vor-Euro-Zeit etwas geringer, weil ja auch die D-Mark in einem gewissen Maß als internationale Währungsreserve gehalten wurde.

Wenn man supranationale Euro-Staatsanleihen einführt – auf Basis einer Gruppe von Ländern, die sich hierzu politisch verständigen –, dann sollte man möglichst supranationale Euro-Staatsanleihen in Höhe von etwa 50% des Bruttoinlandsproduktes anschließend als supranationale Anleihen im Umlauf haben (zu Details siehe WELFENS, 2012a). Das wäre die größere Hälfte des Marktes für Euro-Staatsanleihen und dies wird dann auch die Zinsentwicklung in der Eurozone marktmäßig dominieren. Wenn der Zinssatz auf Staatsschuldtitle um einen Prozentpunkt sinkt, dann dürften in der Eurozone die Kapitalkostensätze der Unternehmen um etwa einen halben Prozentpunkt fallen.

Mit ausländischen Zentralbanken, die nationale Euro-Anleihen in großem Umfang halten, sollte man eine Vereinbarung treffen, dass diese mindestens 90% der Anleihen bis Endfälligkeit halten werden, da sonst bei den nationalen Euro-Staatsanleihen erhebliche Kursverluste eintreten könnten. Mit einer solchen Formel verbessert sich die Qualität der Euro-Anleihen im Portfolio der Zentralbanken. Im Übrigen steigen die Aktienkurse weltweit, weil sich der globale Marktzins vermindern wird. Wie Teile der Öffentlichkeit ernsthaft gegen supranationale Euro-Staatsanleihen eingestellt sind, das ist – noch dazu aus deutscher Sicht – schwer verständlich bzw. kann vermutlich durch die sonderbaren öffentlich einflussreichen Fehlschlüsse seitens der Spitze des Ifo-Institutes erklärt werden. Natürlich bedeutet die Einführung supranationaler Anleihen, dass eine gemeinschaftliche Haftung entsteht, aber der Zinssenkungseffekt – er wirkt im ganzen Euro-Raum, und zwar für den Staat wie die Wirtschaft und die privaten Haushalte – vermindert die Wahrscheinlichkeit einer Krise. Vernünftig wird die Einführung von supranationalen Euro-Staatsanleihen als Projekt allerdings mittelfristig nur, wenn man auch eine Politische Union einführt.

**Tabelle 2: Wirkungseffekte der Einführung von Supranationalen Staatsanleihen**

<i><b>WIRKUNGSFELD</b></i>	<u>Deutschland</u>	<u>Euro-Partner</u>	<u>Rest EUlän- der</u>	<u>Rest der Welt</u>
<i><b>Zinseffekt (real)</b></i>	Zinssenkung	Zinserhöhung?	?	Zinssenkung
<i><b>Währungseffekt</b></i>	Abwertung	Abwertung	Aufwertung	Aufwertung
<i><b>Aktienkurs</b></i>	Anstieg	Anstieg	Anstieg	Anstieg
<i><b>Bruttoinlandsprodukt</b></i>	Anstieg	Anstieg	?	?
<i><b>Beschäftigung</b></i>	Anstieg	Anstieg	?	?
<i><b>Netto-Güterexporte</b></i>	Anstieg	Anstieg	Absinken	Absinken
<i><b>Reservewährungsposition</b></i>	Anstieg	Anstieg	Absinken	Absinken
<i><b>Staatsdefizitquote</b></i>	Sinkt	Sinkt	?	?
<i><b>Euro-Stabilisierung</b></i>	Risiko- Absenkung für Garantiegeber aus EFSF/ESM etc.	Risiko- Absenkung für Garantiegeber aus EFSF/ESM etc.	?	Qualität der Aktiva bzw. Reserven der Zentralbank steigt an

Die Eurozone sollte sich darauf einstellen, dass die Problemfälle Griechenland und Portugal sowie Irland noch einige Jahre auf der Agenda stehen werden. Hierfür sollte eine permanente Arbeitsgruppe bei der Europäischen Kommission – mit direkter Verbindung zu den Regierungen der Garantiegeberländer - eingerichtet werden. Die Kommission sollte viel stärker als bisher zum Hauptakteur für das Krisenmanagement bei Problemstaaten werden. Es ist ein strategischer Fehler, enorme politische Energien der EU-Länder in fast monatlichen EU- bzw. Euro-Gipfeln zu binden und es ist gerade auch aus deutscher Sicht nicht wünschenswert, dass durch eine andauernde Serie von Euro-Gipfeln der Stellenwert der Europäischen Kommission unterminiert wird und die nationalen Wirtschafts- und Politikgewichte gerade Deutschlands und Frankreichs so extrem sichtbar werden – dies muss geradezu zu anti-deutschen und anti-französischen Ressentiments in einigen Ländern führen, während gleiche Maßnahmen, von der Kommission ergriffen, eine größere Akzeptanz in den Krisenländern gehabt hätten.

### ***Erblastentilgungsfonds***

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat in seinem Jahresgutachten 2011/2012 (SVR, 2011) einen Vorschlag für eine Art „euroländischen“ bzw. gemeinschaftlichen Erblastentilgungsfonds für jenen Teil der Staatsverschuldung gemacht, der über die Schuldenquote von 60% hinaus geht. Dies kann ein sinnvoller Vorschlag sein, wenn er denn in vier Stufen realisiert würde – und wenn dies juristisch als vertretbar erscheint: 1) In einem ersten Schritt müssten die betreffenden Länder eine Schulden-

bremse mit Verfassungsrang verabschieden – ansonsten sind die faktischen Bürgschaftsrisiken für die Partnerländer im Erblastentilgungsfonds zu groß; 2) In einem zweiten Schritt sollten sich die Länder auf die Verpflichtung zu sanktionsbewehrten Haushaltsüberschüssen im Boom – wobei nationale Boomphasen von EUROSTAT definiert werden sollten – einigen; 3) Die betreffenden Länder müssen eine staatliche Bruttovermögensstatistik erstellen. 4) In einem vierten Schritt werden die Vorschläge des Sachverständigenrates, inklusive teilweiser Verpfändung von nationalen Devisenreserven, realisiert. Der Vertrag müsste bestimmte mittelfristige Nachschussregeln für die Verpfändung von Devisen- und Goldreserven für den Fall haben, dass die 60%-Schuldenquote neuerlich überschritten wird.

### *Fiskalpakt*

Der von den 25 EU-Ländern unterschriebene Fiskalpakt vom Dezember 2011 sieht vor, dass die konjunkturbereinigte Defizitquote maximal 0,5 Prozent betragen soll und dass ein Überschuss der Schuldenquote gegenüber der Obergrenze von 60% im Stabilitäts- und Wachstumspakt pro Jahr um  $1/20$  zurückgeführt werden soll. Das bedeutet – mit einer gewissen Vereinfachung –, dass etwa ein Land wie Spanien oder Deutschland mit einer Schuldenquote von 80% in 2012 pro Jahr bis 2032 seine Schuldenquote um 1% zurückfahren soll. Das ist grundsätzlich möglich, vor allem bei anhaltendem Wirtschaftswachstum, aber es entstehen tendenziell Probleme, wenn mehrere große Länder gleichzeitig überhöhte Schuldenquoten und hohe Haushaltsdefizite haben. Wenn überhöhte Haushaltsdefizite zurückgeführt werden müssen, dann dürfte dies die Konjunktorentwicklung beeinträchtigen, so dass es zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums kommt oder gar zu einer EU-Rezession. Da Rezession ein absolutes Sinken des Bruttoinlandsproduktes bedeutet, steigt dann die Schuldenquote, was den Druck zur Rückführung einer überhöhten Schuldenquote mittelfristig erhöht. Während der Denkansatz Richtung Schuldenbremse im Fiskalpakt durchaus als vernünftig gelten kann, dürfte eine sinnvolle stabilitätspolitische Implementierung in den Euro-Ländern schwerfallen (und kann wohl erst im Kontext mit einem Wachstumsprogramm zuverlässig erreicht werden). Denn die nationale Wirtschaftspolitik wird verständlicherweise den jeweiligen Wahlkalender berücksichtigen wollen. Dann aber hängt es von den zufälligen Launen der nationalen Wahlkalender ab, ob sich etwa eine parallele staatliche Sparpolitik in mehreren großen Euro-Ländern ergibt. Wenn sich eine solche Parallelpolitik unkoordiniert ergibt, kann dies zu einer Verschärfung der Rezession führen bzw. einem Wirtschaftsabschwung führen. Dabei ist anzumerken, dass das Problem der Politikkoordination in der Euro-Zone doppelt auftritt:

- Es betrifft Fragen der Koordination der Fiskalpolitik der Euro-Mitgliedsstaaten
- Es geht auch um die Frage der Koordination von Geld- und Fiskalpolitik.

In der Währungsunion ist die Koordination der Fiskalpolitik sehr kompliziert und zeitraubend, jedenfalls verglichen mit dem Fall einer Euro-Politikunion.

Es ist im Übrigen offensichtlich, dass die Eurozone neben dem Fiskalpakt einen Wachstumspakt braucht, der insbesondere zum einen auf den Abbau von Wachstumshemmnissen, zum anderen auf eine wachstumsfreundliche und wohlstandssteigernde Steuerreform hinwirkt – und dabei ökologischen Steuern angemessen (auch als Internalisierungsinstrument) berücksichtigt. Modell-Analysen auf Basis neuerer Modellierungsansätze können die einzelnen Politikoptionen in ihren Wirkungen sinnvoll ausleuchten, so dass die Politik eine klare Entscheidungsbasis für eine optimale Politikstrategie erhält. Auch die Verbindung von Informations-

und Kommunikationstechnologie und Modernisierung des Produktionspotenzials sowie die Rolle von Innovationen sind hier einzubeziehen.

## 5. Die Rolle der wirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedsstaaten

In der Euro-Krise 2010/2011 sind die Leistungsbilanzquoten innerhalb der Euro-Länder stärker als früher auseinander gelaufen (OECD, 2012). Die Bruttoschuldenquote der Eurozone und der USA erreichten Ende 2010 gemäß OECD-Angaben mit 93% bzw. 94% ähnlich hohe Werte, wobei Japan mit 200% sehr deutlich über diesen beiden Vergleichswerten lag. Die Staatsschuldenquote Japans ist besonders hoch, reflektiert allerdings vor allem inländisches Sparkapital, das weniger mobil als ausländisches Sparkapital ist. Staatliche Schuldenquoten von über 90% gelten auf Dauer als problematisch, da hiermit eine Wachstumsabschwächung verbunden sein könnte (REINHART/ROGOFF, 2009). Zudem hat die Erfahrung gezeigt, dass die Schuldenquote der OECD-Länder im Zuge der Bankenkrise um gut 20 Prozentpunkte gestiegen ist, so dass bei Schuldenquoten von gut 90% praktisch kaum noch ein Sicherheitspuffer für Krisensituationen vorhanden ist. Von daher ist eine geduldige mittelfristige Konsolidierungspolitik in den EU-Ländern und anderen OECD-Ländern zu empfehlen. Zugleich ist aber Wachstumspolitik unerlässlich. Dabei geht es um den Abbau von Wachstumshemmnissen und eine Verbesserung der Handlungsmöglichkeiten auch von Gemeinschaftsinstitutionen sowie einen Ausbau der Informations- und Kommunikationstechnologie sowie die Verbesserung der Aus- und Weiterbildung. Bei letzteren gibt es Probleme im Zuge der Globalisierung, da die durchschnittliche Betriebszugehörigkeitsdauer in der Industrie in Deutschland sinkt, was wiederum die Anreize für die Arbeitgeber vermindert, in die Weiterbildung der Mitarbeiterschaft zu investieren. Denkbar wäre als Reformansatz, dass man die Körperschaftssteuersätze zugunsten derjenigen Firmen absenkt, die überdurchschnittlich in Weiterbildung investieren. In den Ländern der Eurozone ist im Übrigen auffällig, dass fast alle Länder zur Mitte der 90er Jahre eine Erhöhung der Patentintensität im Sektor der Informations- und Kommunikationstechnologien verzeichnen – nicht aber die Länder Griechenland und Portugal, was überraschend ist angesichts der politisch gewollten Schwerpunkte in der Lissabon-2010 Agenda, die die Expansion der digital vernetzten Wissensgesellschaft als Ziel deutlich betonte (WELFENS, 2012a).

In der EU hat sich im Anschluss an die Krisenfälle in der Eurozone – hinzu kommt genau genommen auch das Vereinigte Königreich mit hoher Defizit- und Schuldenquote und einem strukturellen Leistungsbilanzdefizit – eine Debatte über die Notwendigkeit herausgebildet, über ein breites Makroindikatorenset frühzeitiger als bisher wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Schwachpunkte von Mitgliedsländern zu erkennen. Hierzu hat die Europäische Kommission (EUROPEAN COMMISSION, 2012c) ein Set von je fünf Indikatoren für internes Gleichgewicht und fünf Indikatoren für externes Gleichgewicht entwickelt. Diese erscheinen allerdings als teilweise unnötig komplex und erschweren der Politik wie den Kapitalmarktakteuren eine klare Orientierung.

### *Makroökonomisches EU-Indikatorenset*

Die Staatsfinanzierungskrise in einigen Euro-Partnerländern wirkt auf die Exportdynamik Deutschlands zumindest vorübergehend als Dämpfer. Von Seiten der EU ist vereinbart worden, eine Leistungsbilanzquote von bis zu +6% noch als akzeptable Überschussposition zu halten, während eine Leistungsbilanzdefizitquote von -4% als Obergrenze gelten soll. Diese Grenzziehungen sind nicht überzeugend, da sie aus ökonomischer Sicht mit Blick auf kleine

versus große Länder unterschiedlich definiert sein sollten, soweit man tatsächlich in der Eurozone eine solche Betrachtung der Leistungsbilanzpositionen von einzelnen Ländern überhaupt noch für angemessen hält. Eigentlich sollte man bei der Leistungsbilanzquote auf die Position der Euro-Zone insgesamt abstellen und da diese Position in 2010/2011 in etwa neutral war, gibt es eigentlich keine Gründe für große Aktivitäten der Euro-Mitgliedsländer in Sachen Außenwirtschaftsquote. Allerdings ist zu beachten, dass die Krisenländer Griechenland, Irland und Portugal von hohen Auslandsschuldenquoten geprägt sind, die wiederum mit der weitgehenden Finanzierung hoher Staatsschuldenquote durch das Ausland verbunden sind; hier wirkt die Staatsschuldenproblematik einiger Länder dann doch als Impuls, auch die Außenbeitragsposition näher zu betrachten: Solange die Leistungsbilanzquote negativ ist, verschuldet sich das Land zunehmend im Ausland. Von daher kommt der internationalen Nettovermögensposition, die die Europäische Kommission in ihrem Scoreboard-Ansatz einbezieht, die Rolle eines wichtigen Indikators zu.

Die Hauptelemente im Indikatorenansatz sind nachfolgend in der Übersicht aufgeführt, ebenso erste Ergebnisse auf Basis der Analyse der Europäischen Kommission. Dabei werden allerdings keine Angaben zu den Werten für die Programmländer (also Krisenländer) Portugal, Griechenland, Irland und Rumänien aufgeführt (siehe Anhang).

### ***Rolle der wirtschaftlichen Ungleichgewichte***

Die Europäische Kommission hat ein kompliziertes Indikatorenraster für die Erfassung von gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten entwickelt (EUROPEAN COMMISSION, 2012c), das hier aus verschiedenen Gründen für widersprüchlich und kaum nachvollziehbar angesehen wird. Als wirtschaftliche Ungleichgewichtsaspekte gelten hier fünf Punkte:

- hohe Arbeitslosenquote, wobei insbesondere hohe Jugendarbeitslosigkeit als sehr problematisch gelten muss;
- hohe Schulden- bzw. Defizitquoten, die marktmäßige Refinanzierungsprobleme erwarten lassen; eine hohe staatliche Defizitquote ist in der Regel Ausdruck für hohe Staatsnachfrage, die wiederum indirekt zu einem Leistungsbilanzdefizit beiträgt (für die USA und die Eurozone gilt in etwa, dass eine Senkung der staatlichen Defizitquote um 1%-Punkt die Leistungsbilanzquote um etwa ¼ Prozentpunkt verbessert, denn ein Rückgang der Defizitquote geht üblicherweise mit reduzierter gesamtwirtschaftlicher Nachfrage einher, was im Fall kleiner offener Volkswirtschaft und kurzfristig gegebener Produktion zu einem induzierten Nettoexportzuwachs führen wird);
- hohe nationale Leistungsbilanzdefizite bzw. hohe Auslandsschuldenquote;
- ergänzend wird auch die Betrachtung der „echten Sparquote“ nach Weltbank („adjusted net savings rate“) hier für wichtig angesehen, wobei ein starkes Abfallen im Zeitablauf problematisch ist und eine negative Sparquote natürlich erst recht (siehe Anhang);
- schließlich kann man sich auch den realen Immobilienpreisindex und den realen Aktienkursindex ansehen, wobei man eine sehr starke mittelfristige Steigerung als problematisch ansehen sollte – sie kann und sollte auf der Ebene der nationalen Wirtschaftspolitik im Fall einer Immobilienpreisblase durch entsprechende zeitlich begrenzte Erhöhungen von Immobilienerwerbssteuern bekämpft werden. Eine Aktienkursblase ist hingegen relativ schwierig zu bekämpfen, sofern man nicht einfach eine Zinserhöhung versuchen will – letztere wäre im Fall einer globalen Aktienkursblase aber kaum wirksam.

Die Problemfelder 2) und 3) sind miteinander verbunden, denn ein Land, das eine hohe Defizitquote realisiert stimuliert erfahrungsgemäß den Sektor der nichthandelsfähigen Güter – dort geht ein erheblicher Anteil der Staatsaufträge hin (man denke etwa an die Bauwirtschaft und einen Teil des Dienstleistungssektors, etwa den Gesundheitssektor oder das Bildungswesen) – und lenkt damit Ressourcen aus dem Sektor der handelsfähigen Güter ab. Da der Leistungsbilanzsaldo eines Landes bzw. einer kleinen offenen Volkswirtschaft sich als Differenz der Produktion handelsfähiger Güter und Inlandsnachfrage nach solchen Gütern ergibt, führt eine hohe staatliche Defizitquote zu einer Verschlechterung der Leistungsbilanzposition. Auch hohe Defizite im Außenhandelsbereich bzw. negative Leistungsbilanzsalden könnten unkritisch sein, sofern diesen ein langfristiger Kapitalzufluss gegenüber steht; dabei geht es insbesondere um Direktinvestitionszuflüsse, also die Investitionen ausländischer multinationaler Unternehmen. Letztere sind in Griechenland seit vielen Jahren unzureichend und auch in Italien sind diese gering. Die Situation in Portugal und Spanien war über viele Jahre eher günstig, für Irland gilt dies ebenfalls, wobei Irland jedoch offenbar stark auf faktische Nichtregulierung des Bankensektors gesetzt hat, um gerade Direktinvestitionen von Banken anzuziehen.

Was die Gesamteinschätzung der Europäischen Kommission (EUROPEAN COMMISSION, 2012, S. 13) zu den Ergebnissen im Scoreboard-Ansatz angeht, so wird die folgende Sicht entwickelt:

*“The adjustment of external imbalances and the repair of household and corporate balance sheets have been rather painful, particularly in Member States which experienced large imbalances prior to the crisis. This adjustment has been largely driven by the developments in domestic demand, and has often been associated with a significant rise in unemployment levels. This may reflect limited price/wage adjustment but could also reflect the ongoing process of sectoral reallocation. The adjustment to macroeconomic imbalances often requires shifts of labor and capital across different sectors in the economy, in particular from artificially inflated real estate sectors to tradable sectors. This process is usually gradual (given the different skill requirements of the sector concerned) and has still some way to go.*

*Unemployment levels have been high over the past years and the scoreboard indicator (3-year average of unemployment rate) is above the indicative threshold of 10% in Estonia, Spain, Latvia, Lithuania and Slovakia. Also in many other Member States, this indicator pointed to rather high levels of unemployment, which, moreover, have generally followed an upward trend. The structural unemployment rate has been affected considerably by the recent recession. The reallocation of labor across the sectors in the economy has been sluggish in most Member States and the resulting high levels of unemployment involve potentially large losses in human capital and overall efficiency. Moreover, unemployment prospects are likely to be affected by the current uncertainty and fading growth momentum, the scope for sectoral reallocation in the economy and the ongoing deleveraging process in many Member States.”*

Dass Irland große Kredite der Euro-Partnerländer erhalten hat, ohne dass man eine unabhängige internationale Expertengruppe zur kritischen Analyse der Verfehlungen bei der Bankenaufsicht nach Dublin geschickt hat, ist erstaunlich. Denn damit werden jahrelange Verstöße der Regierung Irlands gegen EU-Bankenaufsichtsvorgaben quasi stillschweigend akzeptiert, was ein falsches Signal nach Innen und Außen gibt. Die anstehenden Verschärfungen der Bankenaufsichtsregeln und auch die schärferen Anforderungen bei der Eigenkapitalquote von Banken in der EU müssen umso härter ausfallen, je weniger glaubwürdig der Staat bislang in der effektiven Durchsetzung von Regeln ist. Eine unnötige Verschärfung von Regeln und

Eigenkapitalquote wiederum ist nicht im Interesse der Wachstums- und Beschäftigungspolitik in den EU-Ländern. In jedem Fall ist aber eine EU-konforme Umsetzung der EU-Direktiven in nationales Recht unabdingbar.

### ***Konsequenzen für die Fiskalpolitik***

In den EU-Krisenländern wird der Anstieg der Zinssteuerquote absehbar für eine Erhöhung der Einkommens- oder Mehrwertsteuersätze einerseits sorgen, andererseits aber auch zur Kürzung von Sozialleistungen führen. Solange jedoch in Deutschland und Frankreich keine größeren Steuererhöhungen realisiert werden, ist damit noch nicht das „euroländische“ bzw. kontinentaleuropäische Modell der Sozialen Marktwirtschaft in Frage gestellt. Die wichtigste Änderung auf mittlere Sicht in Sachen Fiskalpolitik sollte in der Verlagerung von Staatsaufgaben und –ausgaben von der nationalen bzw. regionalstaatlichen Ebene auf die supranationale Ebene in sinnvollen Bereichen liegen: Infrastrukturausgaben- und Militärausgaben könnten rasch und weitgehend auf die Euro-Ebene übertragen werden, wobei die supranationale Politikebene aber dann auch eine eigene Steuereinnahmequelle braucht; diesbezüglich kann an insbesondere an Energiesteuern und ggf. einen Zuschlag zur nationalen Einkommensteuer gedacht werden. Mit einer supranationalen Staatsverbrauchsquote von 4-5% hat man eine solide Basis für supranationale Konjunkturpolitik, wobei Brüssel hier faktisch eine deutliche Politikpriorität haben sollte. Die Intra-Eurozone-Transferzahlungen könnten dann im Übrigen leicht angehoben werden – jedenfalls wenn man die Zahlen für die USA und Kanada als relevante Vergleichszahlen nimmt. Mit einer progressiven Einkommenssteuer hat man einen unmittelbaren Ansatzpunkt für einen Intra-Eurozone-Abfederung durch automatische Stabilisatoren. Wenn die Eurozone die Reformmaßnahmen vernünftig umsetzt, wird dies Großbritannien und andere Nicht-Euro-Länder in der EU längerfristig stark unter Druck setzen, sich der Eurozone anzuschließen.

Die Steuereinnahmen hängen bei der Aufkommenseite wesentlich an der Konjunktorentwicklung einerseits und an der Art des Steuersystems andererseits. Man kann unterscheiden zwischen

- Komplizierten Steuersystemen, die in der Mehrzahl der westeuropäischen EU-Länder gelten
- Einfach-Steuersystemen mit Einheitssteuersatz – etwa bei der Einkommenssteuer –, was in verschiedenen osteuropäischen EU-Ländern relativ erfolgreich praktiziert wurde.
- Als wichtiger Einnahmenbereich – mit Potenzial für Steigerungen - werden Ökologische Steuern hier betrachtet, deren Aufkommen in den OECD-Ländern zwischen etwa 1% Anteil am Bruttoinlandsprodukt und 6% Anteil liegen. Vernünftige aufgesetzte Ökosteuern führen zu einer Internalisierung negativer externer Effekte bzw. helfen, Vermögensschäden und Einkommens- bzw. Nutzenverlusten zu minimieren. Der Steuersatz soll so bemessen sein, dass die mit ihren Nebeneffekten gesellschaftlich schädliche Aktivität soweit zurückgeführt wird, dass gilt sozialer Grenznutzen = gesellschaftliche Grenzkosten. Zu den fehlenden Risikosteuern in der EU gehört die fehlende Besteuerung von Kernkraftwerken zwecks Aufbau eines Versicherungskapitalstocks in hinreichender Höhe, hier wird der Energiemarkt zulasten erneuerbarer Energien bzw. von nicht-nuklearen Energieformen stark verzerrt (HENNICKE/WELFENS, 2012); der Staat vergibt für den Ausbau erneuerbarer Energien Subventionen, die bei angemessener Deckungssumme bzw. erhöhter Pflichtversicherung für Atomkraftwerke eigentlich überflüssig wären (wie man in Fukushima sieht, liegt das sogenannte

Restrisiko nicht bei der Gesellschaft bzw. den Steuerzahlern, sondern das kleine Restrisiko übernimmt bislang der AKW-Betreiber, während die Gesellschaft eine weitgehende Sozialisierung der Kosten erfährt und den größten Teil der Risikokosten übernimmt – eine gegen die Prinzipien der marktwirtschaftlichen Ordnung gerichtete Fehlentwicklung, die auch in anderem Kontext in der Transatlantischen Bankenkrise ja zu beobachten war).

In den Krisenländern, die einen hohen Korruptionsindex aufweisen, kann die Einführung eines Einheitssteuersatzes für eine Reihe von Jahren als doppelte Stimulierungsmaßnahme empfohlen werden: zur Förderung von Investition und Wachstum und damit auch der langfristigen Steuereinnahmen, aber auch zur Reduzierung der Steuererhebungskosten, was sich für die Budgetentwicklung ebenso positiv bemerkbar machen wird wie für die „gefühlte Steuergerechtigkeit“; denn wenn praktisch jeder Einkommensbezieher den Einheitssteuersatz zahlt, so ist dies unter dem Aspekt der Steuergerechtigkeit eine deutliche Verbesserung gegenüber der alten Situation, bei der gerade viele Hocheinkommensbezieher fast keine Steuern bezahlen. Für Länder mit hoher Korruptionsneigung – gemessen etwa durch den entsprechenden Indikator von Transparency International – sind jedenfalls Steuersysteme mit einheitlichem Einkommenssteuersatz durchaus als Übergangsregelung zu empfehlen.

Die Europäische Zentralbank (EZB, 2012) hat ausgeführt, dass man in einem Umfeld erhöhter finanzieller Instabilität die Schuldenquoten im Euro-Währungsgebiet deutlich unter 60% herunterdrücken sollte, und zwar im Interesse einer langfristigen Schuldentragfähigkeit. Das ist eine mögliche Sichtweise, die jedoch offen lässt, wie schnell der Prozess erfolgen sollte. Die EZB-Analyse ist nur teilweise überzeugend in der Argumentation, insbesondere ist aus ökonomischer Sicht der ewige Blick auf die Bruttoschuldenquote unangemessen. Denn wenn es um Schuldentragfähigkeit geht, so sind Bruttovermögen und –schulden einander gegenüber zu stellen. Die beim Thema Bruttovermögen bestehenden Statisticklücken sind dringend und kurzfristig zu schließen.

## 6. Schlussfolgerungen

Die Eurozone hat durch das Krisenmanagement der Euro/EU-Gipfel und die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank im Frühjahr 2012 eine vorübergehende Stabilisierung erreicht. Diese aber wird nicht nachhaltig sein, wenn es nicht gelingt, zehn Politikansatzpunkte miteinander zu kombinieren:

- Strukturreformen in den Krisenländern bzw. in wachstumsschwachen Ländern;
- Entwicklung und Umsetzung eines wachstumspolitischen Ansatzes für die Eurozone insgesamt;
- Fortentwicklung des Fiskalpaktes hin zu einer Politischen Euro-Union – mit Euro-Parlament und parlamentarischer Euro-Regierung; die Beitrittskriterien für die Eurozone könnte man sinnvollerweise dahin gehend erweitern, dass man im Vorzeitraum des geplanten Beitritts zumindest ein Boomjahr mit Haushaltsüberschuss im Kandidatenland haben sollte und im Übrigen ist auch die Einführung einer automatischen Strafzahlung für Euro-Länder erwägenswert, die in einem Boomjahr keinen Haushaltsüberschuss erzielen (WELFENS, 2012a);
- Einführung von supranationalen Euro-Staatsanleihen, was durchaus schon im Vorfeld der Euro-Politikunion für einen gewissen Teil des Staatsschuldenbestandes der Euro-Länder geschehen kann;
- die Gründung einer wissenschaftlich fundierten europäischen Rating-Agentur – im Rahmen eines Stiftungsmodells – ist dringlich, denn die Qualität der sogenannten führenden Rating-Agenturen in bestimmten Bereichen ist nachweislich schlecht und geeignet, durch falsche Kapitalmarktssignale erhebliche Instabilitätsprobleme und Allokationsverzerrungen hervorzurufen (siehe Anhang);
- die Einführung einer Finanztransaktionssteuer ist erwägenswert, dringlich ist allerdings in jedem Fall die Einführung einer Volatilitätssteuer auf die Eigenkapitalrendite bei Finanzmarktanbietern – hieraus können wesentliche Anreize zu mehr langfristigem und stabilitätsförderlichen Verhalten der Finanzmarktakteure entstehen;
- die Europäische Union bzw. die OECD-Länder sollten regelmäßig Zahlen über das Bruttovermögen der Mitgliedsländer veröffentlichen;
- Kooperationsansatz Eurozone-Vereinigtes Königreich/EU-USA, und zwar via abgestimmte Strategie im Rahmen der G8, die wesentlich problembezogener handeln kann als die diffuse G20-Gruppe;
- IWF-Reform, wobei die Qualität des IWF im Bereich Surveillance (Überwachung der Wirtschaftspolitik) und FSAP-Berichte (Überwachung der Finanzmarktentwicklung in IWF-Mitgliedsländern) einer Verbesserung dringlich bedarf; auch mehr demokratische Kontrolle des IWF ist offenbar insgesamt sinnvoll;
- Deutschland und Frankreich sowie andere EU-Partnerländer sollten bei der Debatte um eine Euro-Politikunion eine führende Rolle spielen und versuchen, mit sinnvollen Reforminitiativen die Soziale Marktwirtschaft europäischer Prägung in der globalen Standortkonkurrenz zu verteidigen.

Bessere Berichtsqualität auf IWF-Ebene wird das frühzeitige Erkennen von Problemen in EU-Ländern fördern bzw. kann wirksam helfen, problemadäquate Reformpakete frühzeitig auf den Weg zu bringen. Die Kooperation der Eurozone mit den USA und Großbritannien sowie Japan ist dringlich, um zu verhindern, dass neue Euro-Instabilitätsimpulse aus dem absehba-

ren mittelfristigen Anstieg der Schuldenquoten in den USA, Großbritannien und Japan entstehen. Die Finanzmarktglobalisierung, die sich sehr stark auf die OECD-Länder konzentriert, verlangt nach sinnvoll abgestimmten Maßnahmen der wirtschaftspolitischen Hauptakteure. Supranationale Euro-Anleihen, die vorübergehend – möglicherweise in Abstimmung mit dem ESM – auch von der EZB aufgelegt werden könnten, dürften erheblich zu Stabilisierung des Bankensystems und zur Senkung der Zinsausgabenquote in der Eurozone bzw. letztlich zur Überwindung der Krise beitragen können; wer die Einführung von supranationalen Euro-Staatsanleihen verhindert, der stellt sich ökonomischen Vorteilen für alle Länder der EU und letztlich auch der Stabilisierung der Weltwirtschaft entgegen. Die von der Spitze des Ifo-Institutes in 2011/2012 vorgelegten Zahlen zur Berechnung der auf Deutschland entfallenden Risiken sind einseitig und grob unvollständig, da die sicheren positiven Vorteileffekte der Wirkungen des Sichere-Hafen-Effektes (Realzinssenkung für Deutschland) nicht einbezogen worden sind. Energische Schritte hin zu einer Politischen Union bzw. eine europäische Debatte zu dieser Thematik sind empfehlenswert. Durch eine wachstumspolitische Flankierung des Fiskalpaktes lässt sich eine ökonomisch-politische Stabilisierung der Eurozone bzw. der EU unterstützen, vernünftige Maßnahmenpakete und Akzentverschiebungen in der Europa 2020-Agenda gehören ebenso hierzu wie neue Maßnahmen auf nationaler Ebene der EU-Länder. Die Europäische Kommission sollte bei der nachhaltigen Überwindung der Eurokrise mittelfristig ebenso wieder eine stärkere Rolle spielen wie das Europäische Parlament. Langfristig sollte der Staatsverbrauch auf der Euro-Politikebene von etwa 1,1% in 2011 auf gut 4% angehoben und die Stabilitätspolitik im Sinn von stabilisierender Fiskalpolitik allein auf dieser Ebene verankert werden; auf der nationalen Ebene sind Politikausgaben bzw. –aufgaben entsprechend abzubauen. Gegen eine Ausgabenverlagerung auf Euro-Politikebene das Subsidiaritätsprinzip vorbringen zu wollen, ist argumentativ verfehlt, wie ein Blick auf die Vergleichssituation in den USA, Australien oder Kanada zeigt; im Übrigen ist zu erwarten, dass eine ökonomische Gewichtsstärkung der supranationalen Politikebene die Intensität des politischen Wettbewerbs auf der Euro-Ebene stärken und die Wahlbeteiligung zum Europaparlament/Euro-Parlament erhöhen wird bzw. die Qualität der politischen Entscheidungsprozesse gerade auf der supranationalen Politik sich dann verbessern wird. Eine statische Betrachtung des Subsidiaritätsprinzips ist nicht angemessen. Es ist dringend zu empfehlen, dass die Verantwortung für die nationalen Strukturreformen auch auf der Ebene der Euro-Mitgliedsländer verbleibt. Schließlich ist anzumerken, dass Analyseberichte über das Banken- und Schuldenfiasko in Irland bislang fehlen und dass im Übrigen auch die notwendigen Reformen in Sachen Überwindung der Transatlantischen Bankenkrise nicht in den Hintergrund treten dürfen. Schließlich haben der Konkurs der Bank Lehman Brothers und die folgende Transatlantische Bankenkrise zur europäischen Staatsschuldenkrise sehr wesentlich beigetragen. Eine sorgfältige ursachenadäquate Therapie der Probleme ist hier also gefordert. Was die genauen zu erwartenden Wirkungen der Sichere-Hafen-Effekte für Deutschland, die Eurozone und die EU angeht, so sollte man hier auf künftige neue Analysen im Rahmen des QUEST-Makromodells der Europäischen Kommission sowie entsprechende umfassende Modell-Analysen von Deutscher Bundesbank und EZB bauen. Ein Haushaltsüberschuss in Boomjahren sollte ein sanktionsbewehrte Erfordernis in der Währungsunion sein und im Übrigen sollten die nationalen Parlamente von Euro-Ländern ermutigt werden, das Startkapital für eine europäische Ratingagentur kurzfristig bereit zu stellen.

Auch wenn der Saldo aus möglichen Verlusten aus Euro-Rettungskrediten bzw. –Garantien und Sichere-Hafen-Effekten für den Staat voraussichtlich eindeutig positiv für Deutschland sein wird, so kann dies natürlich nicht bedeuten, dass aus Sicht der Bundesrepublik ein dauerhaftes Interesse an dem Fortdauern der Euro-Krise besteht. Denn für Deutschland ist eine

ökonomisch-politische Krise bei den Euro-Partnern längerfristig eine gefährliche Belastung und zudem ist den Bürgerinnen und Bürgern in Deutschland die schwierige Lage weiter Teile der Bevölkerung in den Krisenstaaten der EU ja nicht gleichgültig; zudem ist die EU-Integration im Krisenmodus kaum sinnvoll fortzuentwickeln und als Beispiel gebend für andere Integrationsräume kann eine EU mit anhaltendem Krisenmanagement auch nicht gelten.

Die einseitige Analyse von Ifo-Chef Sinn zu den Euro-Rettungsschirmen hat zu einer bedenklichen Verwirrung in der Öffentlichkeit beigetragen. Im Übrigen ist sein Aufruf – in der Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung vom 11. September 2011 – zum Boykott der Europäischen Zentralbank durch die Bundesrepublik Deutschland abzulehnen. Die von Sinn erhobene Forderung, dass der Präsident der Deutschen Bundesbank an EZB-Ratssitzungen nicht mehr teilnehmen solle und die Bundesregierung keinen Nachfolger für das zurückgetretene EZB-Ratsmitglied Jürgen Stark ernennen solle, ist kein legitimes Argument für einen Wissenschaftler (noch dazu aus einem staatlich finanzierten Institut) in einem Staat bzw. Integrationsraum mit demokratisch legitimierten Institutionen – es gibt kein Modell der Politikberatung, das einen solchen Boykott-Aufruf als legitimes Argument gelten ließe (WELFENS, 2011).

Die Krise der Eurozone ist überwindbar, die notwendigen Reparaturarbeiten und die erforderlichen neuen institutionellen Weichenstellungen sind hier und an anderer Stelle (WELFENS, 2012a) dargelegt worden. Wünschenswert ist längerfristig eine gemeinschaftliche Reform, in die auch Großbritannien und andere Nicht-Euro-Länder der EU einbezogen werden sollten. Im Übrigen ist klar, dass das längerfristige Vertrauen der Anleger in den Euro von der politisch-ökonomischen Position bzw. Macht der Eurozone und der EU abhängt und dabei auch die Qualität, Effizienz und Stabilität des Bankensektors in der EU eine wichtige Rolle spielen wird.

Die dauerhaften Vorteile der Währungsunion sind in der folgenden Tabelle zusammengestellt, wobei der Effekt aus der Verminderung der Transaktionskosten im Kontext des Wirtschaftswachstums entsteht (der Übergang zum Euro bringt ansonsten nur einen Einmal-Effekt von etwa 1% des Bruttoinlandsproduktes). Die Schaffung supranationaler Euro-Anleihen reduziert die Zinsausgabensteuerquote, sodass Steuern gesenkt werden können – empfehlenswert ist hier unter Wachstumsaspekten eine Senkung auch der Körperschaftssteuersätze.

**Tabelle 3: Dauerhafte Vorteile der Währungsunion in Kombination mit politischer Union: Erhöhung des realen Wirtschaftswachstums in Prozentpunkten (inklusive "kostenlose" Importe von Gütern im Kontext des Reservewährungseffektes)**

1) Vorteil aus Reservewährungsstatus	0.44% - 0.66%
2) Wegfall von Transaktionskosten	0.05%
3) Schaffung Supranationaler Euro-Anleihen	0.15% - 0.25%
4) Verstärkung des Wettbewerbs/Erhöhung des technischen Fortschritts	0.01%
5) GESAMTEFFEKT	0.7% - 1%

Quelle: Berechnungen Prof. Welfens/EIWI an der Bergischen Universität Wuppertal

Die EU-Integration, die mehr als ein halbes Jahrhundert Europa Frieden, Wohlstand und Stabilität gebracht hat, kann und sollte in der Währungsunion fortgeführt werden. Die aus der

ersten Dekade bekannten Vorteile der Währungsunion sind durchaus bemerkenswert. Wenn man etwa die Netto-Beitragszahlungen Deutschlands an die EU betrachtet – kaum 10 Mrd. € pro Jahr – so ist dies deutlich weniger als allein der Euro-Vorteil durch verminderte Transaktionskosten in der Währungsunion. Die ökonomischen Vorteile der Währungsunion sind hoch, so dass es sich sicherlich lohnt, erkannte Konstruktionsdefizite der Währungsunion zu beseitigen.

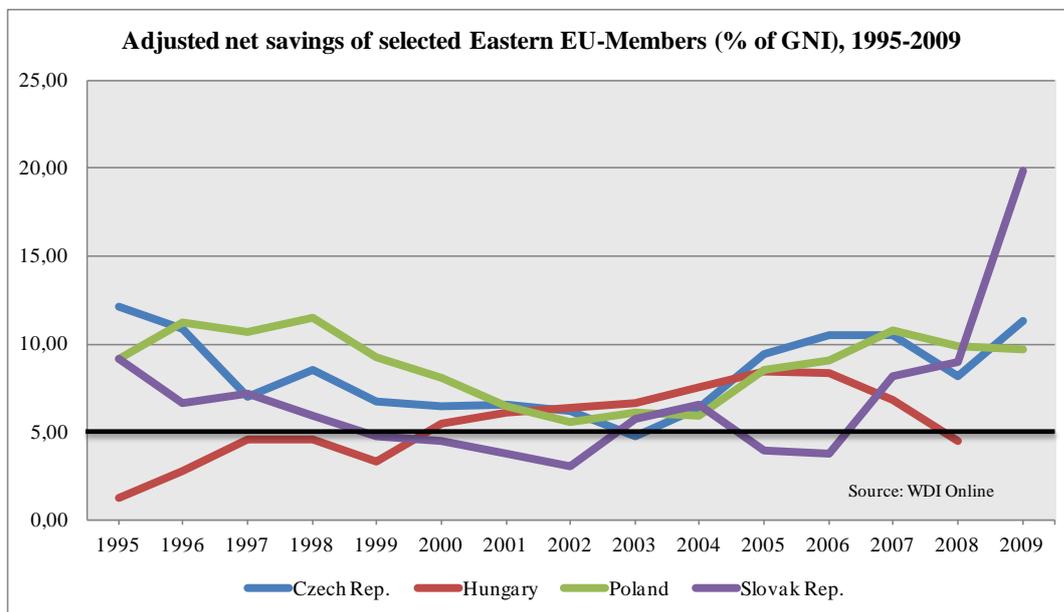
Wenn man an eine Wachstumspolitik für die EU denkt, so wird man gut beraten sein, von der DG ECFIN erarbeitete Wachstumsanalysen zur Situation in EU-Ländern als Ausgangspunkt zu nehmen. Steuerpolitische Maßnahmen zugunsten von mehr Investitionen sind denkbar, wobei man zumindest zeitweise dann die Mehrwertsteuersätze zwecks Konsolidierung erhöhen könnte. Effizienzgewinne lassen sich auch durch IKT-Projekte in der öffentlichen Verwaltung realisieren, möglicherweise sind auch bestimmte Infrastruktur- und Innovationsprojekte als länderübergreifende Politikinitiativen zu organisieren. Schritte hin zu einer Euro-Politikunion werden im Übrigen selbst als wachstumsförderlich wirken, da ein glaubwürdiges Projekt die Kapitalkosten der beteiligten Länder absenken kann. Die Eurozone wäre dann im Vergleich zu den USA und dem Vereinigten Königreich wirtschaftlich gut aufgestellt. Verzögerung beim Thema Euro-Politikunion bringt hohe Kosten, also gehe man zügig voran.

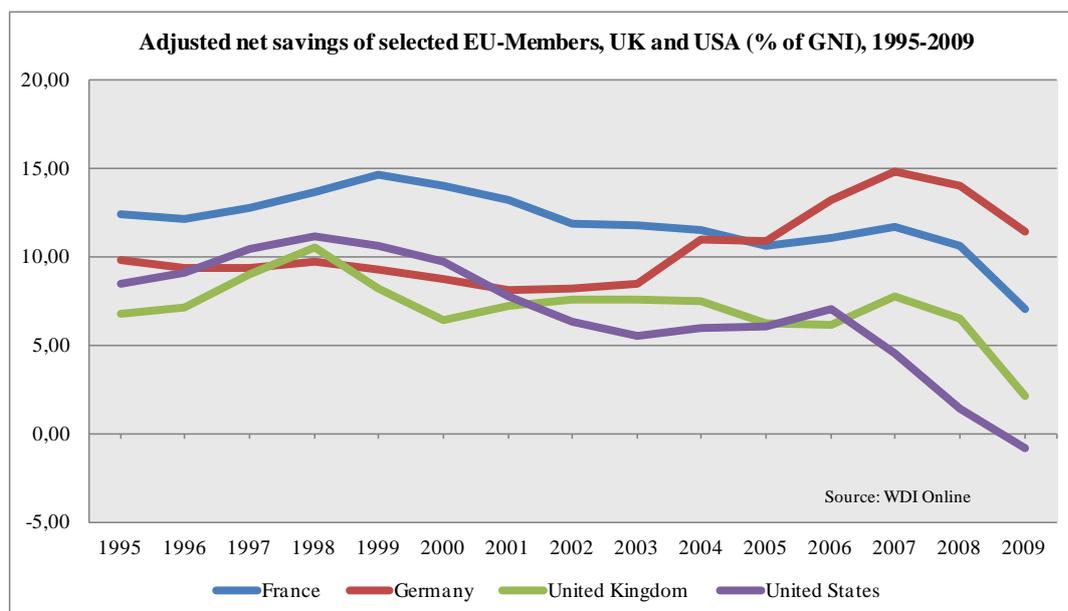
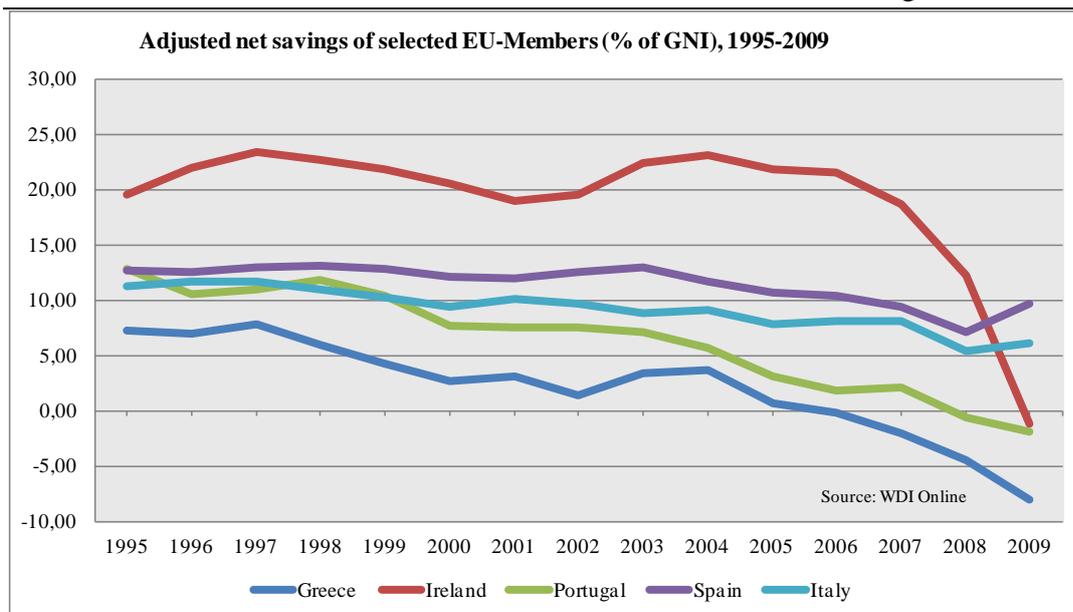
## 7. Anhang

### 7.1 Indikatorfunktion der „Echten Sparquote“ (nach Weltbank) und EIIW-vita-Indikator

Zu den Ungleichgewichtsindikatoren, die frühzeitig auf Probleme im Bereich ökonomisch-ökologisch nachhaltige Wirtschaftsentwicklung hinweisen, gehört die sogenannte „echte Sparquote“ der Weltbank, die vom EIIW in einem Projekt als eine von drei Säulen für den Globalen Nachhaltigkeitsindikator verwendet wird. Die echte Sparquote (adjusted net savings rate: hier wird die „modifizierte gesamtwirtschaftliche Ersparnis“ in Relation zum Bruttonationaleinkommen gestellt) stellt darauf ab, dass nicht nur eine Substanzerhaltung beim Kapitalbestand der Unternehmen notwendig für eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung ist, sondern dass auch die Erhaltung des Naturkapitalbestandes (bzw. des Ressourcenkapitalbestandes) wichtig ist; darüber hinaus sind aus Weltbank-Sicht auch die Ausgaben für Bildung Teil eines umfassend definierten Sparbegriffs. Wie man den nachfolgenden Abbildungen entnehmen kann, sind die Länder Portugal, Irland und Griechenland sowie Ungarn frühzeitig als Problemfälle bei der Entwicklung der echten Sparquote im Zeitablauf aufgefallen. Auch die USA fallen ab 2006 mit einem starken Abfallen der echten Sparquote negativ auf.

Abbildung 2: Adjusted net savings rate of selected countries





Quelle: EIIW-Berechnungen auf Basis von Weltbank-Daten

Es sei noch angemerkt, dass der EIIW-vita-Indikator, der neben der echten Sparquote auch den Anteil erneuerbarer Energien und den relativen Anteil umweltfreundlicher Güterexporte zu einem Gesamtbild verdichtet, auch genutzt werden kann, um einen breiteren Wohlstandsindikator zu definieren. Ein Problem mit Blick auf den gängigen Indikator Bruttoinlandsprodukt als Maßstab für Wohlstand ist, dass hier ein Mangel an Nachhaltigkeit eingebaut ist; mit dem Übergehen auf den geeigneten Doppelindikator EIIW-vita-HDI (HDI steht hier für Human Development Indikator) bietet sich ein wichtiger Ergänzungsindikator zur Wohlstandsmessung für Akteure in Wirtschaft, Politik und Gesellschaft an; der „EVI-Indikator“ (EVI als Zusammensetzung aus EIIW, vita und HDI) ergibt sich durch Multiplikation des Human Development Indicators mit 1+ EIIW-vita-Indikator (dieser ist im

Wertebereich -1 bis +1 definiert; mit 0 als Neutralposition), wobei der EIIW-vita-Indikator in der Literatur ausführlich präsentiert wurde (WELFENS/PERRET/ERDEM, 2010). Der Weltbank-Indikator HDI arbeitet mit den Komponenten Lebenserwartung, Pro-Kopf-Einkommen, Bildungsindex.

Je weniger es der Politik gelingt, neue sinnvolle internationale Regelwerke für die OECD-Länder bzw. die G20 im Bereich der Finanzmärkte und Banken zu vereinbaren, desto größer die Gefahr, dass alsbald neue Banken- und Finanzkrisen die OECD-Länder bzw. die Weltwirtschaft destabilisieren. Solange die Euro-Länder in der großen Mehrheit ihre politische Aufmerksamkeit auf ein hektische Euro-Krisenmanagement legen bzw. fokussieren müssen, desto geringer die Aufmerksamkeit, die den grundlegenden Herausforderungen im Bereich der Transatlantischen Bankenkrise zukommt. Es sollte von daher ein rascher Abschluss der Krisenmanagement-Phase in der Euro-Zone angestrebt werden, wobei zuverlässige Maßnahmen zur Krisenüberwindung in Griechenland, Irland und Portugal etc. vereinbart werden sollten. Parallel zum Krisenmanagement ist die langfristige Stabilisierung der Eurozone durch Schritte zu einer Euro-Politikunion anzugehen – idealerweise sollte sie parteienübergreifend als gemeinsame europäische Zukunftsaufgabe gesehen und umgesetzt werden.

## **7.2 Verbindung von Transatlantischer Bankenkrise und Euro-Staatsschuldenkrise**

Es gibt eine Reihe deutlicher Verbindungen der Staatsschuldenkrise in der EU (und den USA) und der vorangegangenen Bankenkrise. Ein Hauptproblem im Kontext der US-Bankenkrise bzw. der Transatlantischen Bankenkrise war, dass es einen Mangel an nachhaltiger Bankenpolitik gab: Auch wenn man mit Blick auf die steigende Lebenserwartung der Menschen in den OECD-Ländern ein zunehmendes bzw. verbreitetes Interesse an langfristigen finanziellen Problemlösungen und Anlagestrategien erwarten könnte, hat sich eine zunehmende Kurzfristigkeit in weiten Teilen des Bankengeschäftes etabliert; dazu hat die Expansion von Private Equity-Gesellschaften und unregulierten Hedge Fonds beigetragen. Die fehlende Nachhaltigkeit in Teilen der Bankgeschäfte bzw. den Finanzmärkten hat einen hohen Preis für die Gesellschaft, denn das Zusammenwirken von effektiver Unterregulierung und einer stark kurzfristig ausgerichteten Jagd nach Rekordrenditen bzw. Bank- und Fonds-Eigenkapitalrenditen hat zur US-Subprime-Krise und der britischen Finanzkrise wesentlich beigetragen. Mit dem Zusammenbruch der Lehman-Brothers-Bank am 15. September 2008 steht der Westen vor einer historischen Zäsur, die Risikoappetit der Investoren hat fürs erste drastisch abgenommen und zugleich hat spiegelbildlich eine Jagd nach sicheren Aktiva bzw. Investitionsmöglichkeiten eingesetzt: Länder mit Top-Rating-Noten, wozu auch die Bundesrepublik zählt, stehen hier auf der Gewinnerseite. Die 2004-07 unnormal niedrigen Risikoprämien (GOODHART, 2007) sind seit Ende September 2008 außerordentlich hohen Risikozuschlägen für Länder mit hoher Schuldenquote bzw. hoher Defizitquote und hoher Auslandsverschuldung gewichen.

Die Bankenkrise in den USA und einigen EU-Ländern lief nach dem Muster ab „Privatisierung der Gewinne und Bonuszahlungen, Sozialisierung der Verluste zulasten der Steu-

erzähler“. Das ist aus politischer Sicht bzw. mit Blick auf die Grundsätze einer Sozialen Marktwirtschaft völlig unakzeptabel und zeigt, dass die Regeln für Banken- bzw. Finanzgeschäfte grundlegend geändert werden sollte; allerdings deutlich hinaus über die bisherigen Eckpunkte bei den G20, die vor allem auf eine höhere Eigenkapitalquote der Banken setzen. Eigentlich wäre eine höhere Besteuerung gerade der Gewinne von Großbanken mit instabiler Eigenkapitalrendite angebracht, ggf. auch eine einmalige Sondersteuer auf die Erträge von Bankanleihen von Großbanken. Diese haben über Jahre über den Mechanismus Too big to fail eine stille implizite Subventionierung ihrer Kapitalkosten durch den Staat erhalten und im Sinn eines funktionsfähigen fairen Wettbewerbs wäre es, wenn dieser versteckte Subventionssatz durch eine entsprechende Kompensationsbesteuerung der Großbanken abgeschöpft würde.

### 7.3 Langfristige Staatsschuldenquote und weitere Euro-Aspekte

Langfristig ergibt sich die sich die Schuldenquote in einer wachsenden Wirtschaft – nach DOMAR (1944) – aus der Relation von Trend-Defizitquote und Trend-Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsproduktes. Demnach hat ein Land mit einer Trendwachstumsrate von 1,5% und einer Trend-Defizitquote von 0,75% eine Schuldenquote von 50% auf lange Sicht. Man kann die langfristige Schuldenquote eines Landes mit stabilem Preisniveau ( $b'$ ) auch schreiben als  $b' = (\gamma - \tau) / (g_Y - r)$ , wobei der Zählerausdruck die Primärdefizitquote ist (mit  $\gamma$  für Staatsverbrauch durch Bruttoinlandsprodukt;  $\tau$  ist der Einkommenssteuersatz;  $g_Y$  ist das reale Wachstum des Bruttoinlandsproduktes und  $r$  der Realzinsatz). Dabei wird hier angenommen, dass die reale Wachstumsrate höher als der Realzins ist und im Übrigen werden Direktinvestitionen ausgeblendet, was der üblichen Vorgehensweise in der Literatur entspricht. Dies ist jedoch nicht angemessen für ein Land, das hohe Direktinvestitionen von inländischen Unternehmen im Ausland verzeichnet oder hohe Direktinvestitionen von ausländischen Unternehmen im Inland. Ein Beispiel hierfür, und zwar asymmetrischer Art, ist Irland mit seinen hohen kumulierten Direktinvestitionszuflüssen. Unterstellt man die üblichen Doppelbesteuerungsabkommen und betrachtet man ein Land mit einem Kapitalbestand  $K$ , das sich mit einem Anteil  $\alpha^*$  in der Hand ausländischer Investoren befindet (und selbst keine nennenswerte Direktinvestitionen im Ausland hat), dann lautet die Budgetbeschränkung des Staates  $G - \tau Y(1 - \alpha^* \beta) + rB/P = (dB/dt)/P$ , wobei  $G$  den realen Staatsverbrauch bezeichnet,  $\beta$  den Anteil der Gewinne am Bruttoinlandsprodukt,  $B$  den nominalen Staatsschuldenbestand,  $P$  das Preisniveau und  $t$  den Zeitindex. Daraus ergibt sich (WELFENS, 2012b) als Bedingung für eine stabile Staatsschuldenquote  $b' = [\gamma - \tau(1 - \alpha^* \beta)] / (g_Y - r)$ , wonach die Staatsverbrauchsquote im Vergleich zu einer Volkswirtschaft ohne ausländische Direktinvestitionszuflüsse geringer ausfallen muss als in einer Wirtschaft mit Präsenz von Töchtern ausländischer Unternehmen; diese einfache Sichtweise ist allerdings nur angemessen für den Fall, dass die Präsenz ausländischer Investoren nicht einen positiven Effekt auf die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsproduktes hat. Bezeichnet man die Trendwachstumsrate in der geschlossenen Volkswirtschaft mit  $\lambda$  und besteht eine Beziehung  $g_Y = \lambda(1 + \lambda' \alpha^* a^*)$ , wobei  $a^*$  die Wachstumsrate des technischen Wissens im Auslands ist und  $\lambda'$  ( $\lambda' > 1$  sei hier angenommen) ein positiver Parameter, dann kann der Einfluss der Direktinvestitionen bzw. des Parameters  $\alpha^*$  bezüglich der langfristigen Schuldenquote auch negativ sein.

- 1) Niedrigzinssätze finden sich in 2011/2012 vorübergehend extrem in den USA und Großbritannien, wo die jeweilige Zentralbank in großem Umfang binnen weniger Jahre Staatsschuldtitle angekauft hat und wo zudem Sichere-Hafen-Effekte bzw. internationale Kapitalzuflüsse aus Krisenregionen zu einem historischen Niedrigzins ebenso beitragen wie die nationale Geldpolitik. In der Eurozone sind es vor allem Deutschland, Frankreich und die Niederlande, die von einem Sichere-Hafen-Effekt profitieren; die Deutsche Bundesbank setzt den Sichere-Hafen-Effekt auf 2%-Punkte an, so dass der normale Zinssatz 2012 bei etwa 4% im Zehnjahresbereich für Staatsanleihen liegen sollte; also doppelt so hoch wie der Ist-Wert. Im Übrigen profitiert die Euro-Zone zu einem indirekt durch niedrige Zinssätze in den USA und Großbritannien, denn über Substitutionseffekte führt eine Zinssenkung in New York und London auch zu einer Markt-Zinssenkung in der Eurozone. Die Sondersituation extrem niedriger realer Zinssätze in einigen OECD-Ländern ist mittelfristig problematisch, da sich der Staat ebenso wie andere Kreditnehmer auf unnormal niedrige Zinssätze einstellen bzw. Anreize zu einer verstärkten Kreditaufnahme entstehen. Unweigerlich werden die Realzinssätze aber längerfristig ansteigen, zudem stimulieren Niedrigzinssätze Kapitalmarktakteure dahingehend, neuerlich hohe Risiken auf der Jagd nach hohen Renditen einzugehen (Fehlanreize, wie sie auch im Vorfeld der US-Subprime-Krise bzw. der Transatlantischen Bankenkrise bestanden)
- 2) Die nach der Gründung der Währungsunion 1999 eingetretene Zinskonvergenz innerhalb der Währungsunion ist durch die Griechenland-, Irland- und Portugalkrise zerstört worden, wobei die entsprechenden Länder im Kern selbst verantwortlich sind. Nun muss man feststellen, dass die Eurozoneländer bzw. EU-Länder auf der Suche nach neuen besseren finanzpolitischen Kontrollsystemen sind; der Euro-Fiskalpakt, der Ende 2011 auf einem EU-Gipfel in Brüssel beschlossen wurde, soll hier ein verbesserter Ansatz sein. Allerdings können die Euro-Mitgliedsländer hiermit nur einen Teil der notwendigen bzw. sinnvollen Problemlösungen entwickeln. Es ist zu befürchten, dass die Durchsetzbarkeit des für 25 EU-Länder (EU27 ohne Großbritannien und Tschechien) geltenden Fiskalpaktes auf erhebliche Probleme stoßen wird bzw. ähnlich schwach sein könnte wie der Stabilitäts- und Wachstumspakt.
- 3) Wenn Infrastrukturprojekte mehr auf supranationaler Politikebene verankert werden sollen, dann wird dies auch die Frage nach einer Marktkonsolidierung etwa im Bahn-, Strom- und Telekommunikationssektor aufwerfen. Wenn man sich vor Augen führt, dass es etwa in den USA nur drei nationale Festnetzbetreiber und vier Mobilfunkbetreiber gibt, in der EU 27 aber rund ein Dutzend nationaler Festnetz-Telekomfirmen und etwa ebenso viel Mobilfunkbetreiber, dann sind die bestehenden EU-Wirtschaftsstrukturen im Telekomsektor wohl kaum optimal; ähnliches gilt für den Strom- und Bahnbereich. Der gesamte Infrastrukturbereich wäre von daher in der EU neu zu strukturieren, wobei angestammte Vorstellungen über den Fortbestand quasi nationaler Telekom- und Stromfirmen nicht sinnvoll sind. Zugleich wäre allerdings sehr viel stärker als bisher eine supranationale Regulierung der Infrastrukturanbieter umzusetzen.
- 4) Es ist für manche in der Politik – wie in der Wirtschaftswissenschaft – naheliegend, die Herausforderungen der Euro-Politikunion auszublenden und

so zu tun, als können die bisherige institutionelle Euro-Konstruktion mit leichten Änderungen fortgesetzt werden. Vor einer solchen Fehleinschätzung kann nur gewarnt werden. So wenig die USA (oder Kanada oder Australien) mit einem permanenten 1000 Mrd. \$-Rettungsschirm für ihre Bundesstaaten leben, so wenig wird die Euro-Zone längerfristig mit einem Mega-Rettungsschirm problemlos funktionieren; vielmehr dürfte der Rettungsschirm indirekt Anreize bei zumindest einigen Euro-Ländern setzen, sich wenig stabilitätsorientiert zu verhalten und teilweise den Rettungsschirm in Anspruch zu nehmen. Das aber wird die Stabilitätsreputation des Euro beschädigen und letztlich langfristig für die Eurozone höhere Realzinssätze als in den USA, Kanada, Australien und vielen Ländern Asiens zur Folge haben. Das aber ist nicht im Interesse der europäischen Sozialen Marktwirtschaft, die sich in der globalen Systemkonkurrenz mit der Freien Marktwirtschaft der USA und dem autokratischen Marktwirtschaftsmodell Chinas behaupten muss.

- 5) Die Diskussion um eine Euro-Politikunion sollte auf die politische Agenda in Europa gesetzt werden. Es geht um eine institutionelle Weiterentwicklung der EU-Integration, die Vorteile für alle – inklusive mehr ökonomischer Stabilität – bringen sollte. Die vom Bundesverfassungsgericht aufgestellten Leitplanken für eine integrationsmäßige EU-Vertiefung sind zu beachten, aber sie stellen kein grundlegendes Hindernis für mehr Euro-Integration dar. In den USA hat es über gut zwei Jahrhunderte immer wieder Auseinandersetzungen vor dem US-Verfassungsgericht über die Zuständigkeiten der Bundesebene und der Bundesstaaten gegeben.
- 6) Die Staatsfinanzierungskosten in der Euro-Zone bzw. der EU sind nicht unabhängig von der Entwicklung des Ratings für die USA. Eine Verschlechterung des US-Ratings ist nicht im europäischen Interesse; die Herabstufung der USA in 2011 durch Standard & Poor's ist aus wissenschaftlicher Sicht zweifelhaft. Eine fortgesetzte Herabstufung der USA – und wahrscheinlich auch eine Herabstufung im Rating für Großbritannien – würden die Zinssätze in allen OECD-Ländern mittelfristig herauftreiben.
- 7) In den OECD-Ländern sind mit den Notenbankzinssätzen nahe Null in Japan, den USA und Großbritannien unnormale Zustände eingetreten, die die Handlungsfähigkeit der Politik beeinträchtigen. Japans Geldpolitik kann zu normalen positiven Nominalzinssätzen kaum zurückkehren, da angesichts einer Staatsschuldenquote von über 200% in Japan das Risiko besteht, dass eine geldpolitische Zinsnormalisierung zu einer Staatsfinanzierungskrise mit nachfolgender sehr schwerer Rezession führt. Japan hat sich von daher selbst in problematisches Deflationsumfeld geschaffen. Es ist im gemeinsamen Interesse der OECD-Länder, dass Japan aus seinen langjährigen Sonderproblemen herausfindet, die ja in besonderer Weise Anlass zu spekulativem internationalen Kapitalverkehr geben – nach der Devise, sich in Japan zu sehr niedrigen Zinssätzen zu verschulden, um die entsprechenden Mittel dann in Ländern mit höheren Zinssätzen anzulegen und dabei auf eine günstige Wechselkursentwicklung zu spekulieren.
- 8) Die Sondersituation eines Notenbankzinssatzes in den USA und Großbritannien nahe Null hat die Umsetzung neuartiger geldpolitischer Expansionsmaßnahmen begünstigt, deren Risiken nicht einfach abzusehen sind.

Tatsache ist, dass in Großbritannien im Rahmen von Quantitative Easing (QE) etwa 20% der Staatsschulden von der Bank of England angekauft worden sind, in den USA im Rahmen von QE-Maßnahmen auch immerhin rund 15%. Die unmittelbaren Auswirkungen sind dreifach: (1) Senkung des Zinssatzes für Staatsanleihen, und zwar nominal und real; der Realzins sinkt tendenziell umso mehr, je höher QE-Maßnahmen die Erwartung von höheren Inflationsraten begünstigen. (2) Es ist eine reale Währungsabwertung eingetreten bzw. eine sonst denkbare Aufwertung unterdrückt worden: Damit haben die USA und Großbritannien ihre Netto-Güterexporte künstlich stimuliert, während die Güterexporte der Eurozone gedämpft worden sind – die Wechselkursentwicklung des Euro wäre ohne QE-Maßnahmen in den USA durch eine deutliche Abwertung und damit auch eine zeitweise höhere Inflationsrate in 2011/2012 geprägt gewesen. (3) Die faktische Zinszahlung des Staates an sich selbst – nach dem Muster: Zinszahlungen an die Zentralbank führen zu einem Rekordgewinn etwa der US-Zentralbank, die in 2011 über 80 Mrd. \$. (mehr als ½ Prozentpunkt des US-Bruttoinlandsproduktes) als Gewinn an die Bundesregierung in Washington abführte – führt zu einer automatisch expansiven Fiskalpolitik: Der Staat kann einen höheren Staatsverbrauch als sonst realisieren bzw. die Steuern gegebenenfalls senken. Es ist zu fragen, weshalb die Europäische Zentralbank nicht ebenfalls eine QE-Politik durchführen sollte. Eine solche Politik liefe unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen in der Eurozone darauf hinaus, dass die Europäische Zentralbank etwa 20% des Staatsanleihenbestandes von rund 8000 Mrd. € in der Eurozone aufkauft, indem Anleihen aller Mitgliedsländer der Eurozone aufgekauft würden: Es ginge also um rund 1600 Mrd. € und entsprechende Einspareffekte bei den staatlichen Zinsausgaben aller Euro-Länder (64 Mrd. € pro Jahr, was 0,7% des Euro-Bruttoinlandsproduktes ausmacht). Die in 2010/2011 erfolgten EZB-Ankäufe von Staatsanleihen einiger Krisenländer waren quantitative gering, da sie nur etwa 210 Mrd. € ausmachten, was kaum 3% des gesamten Bestandes an Staatsanleihen ausmachte. Die Option für QE-Maßnahmen in der Eurozone wird sich kaum ernsthaft stellen – obwohl hier eine grundsätzlich wichtige Politikoption besteht –, solange keine supranationalen Euro-Staatsanleihen zirkulieren. Denn wenn die EZB einfach Staatsanleihen aller Euro-Länder ankaufen soll, dann müsste sie auch Anleihen von Krisenländern wie Griechenland und Portugal ankaufen (mit Blick auf Griechenland ist dies kaum vorstellbar, da das Rating des Landes unmittelbar nach dem Schuldenschnitt Anfang 2012 auf sehr niedriger Stufe liegt). Auch unter diesem Aspekt ist es sinnvoll, dass man mittelfristig supranationale Euro-Anleihen in der Euro-Zone schafft bzw. die notwendigen Schritte hin zu einer Euro-Politikunion vollzieht.

- 9) Man sollte sich in Deutschland seitens der Politik klugerweise nicht auf die künstlichen realen Niedrigzinssätze aus 2011/2012 als Dauerphänomen einstellen. Eine Nachhaltige Finanzpolitik sollte von realistischen Annahmen ausgehen, eine mittelfristige Normalisierung der Realzinssätze ist wünschenswert. Künstliche Niedrigzinssätze begünstigen Über- und Fehlinvestitionen. Die Phase der Niedrigzinssätze sollten allerdings von Bund, Ländern und Kommunen genutzt werden, vorfristig langfristige Anschlussfinanzierungen zu sichern.

- 10) Es ist der Bundesrepublik Deutschland anzuraten, bei verbesserter Konjunkturlage einen Haushaltsüberschuss zu realisieren. Dies wird tendenziell dann auch zur einer Rückführung der deutschen Netto-Exportüberschussquote führen, was spiegelbildlich EU-Partnern eine Verbesserung der Nettoexportposition erleichtern könnte. Dabei hängen allerdings vor allem osteuropäische EU-Länder über die Vorleistungsschiene stark an deutsche Exporten in Nicht-EU-Länder (USA, China, andere Länder in Asien).

Da unklar ist, ob die bestehenden Banken die notwendige Erhöhung der Eigenkapitalquote zustande bringen, ist grundsätzlich zu überlegen, ob nicht die Anreize für die Gründung neuer Banken gestärkt werden sollten; oder (bzw. ergänzend) es wäre die Rolle der Aktienmärkte als Eigenkapitalquelle für Banken und Unternehmen einerseits und die Möglichkeiten der Bereitstellung von Eigenkapital über standardisierte Genussscheine in der Industrie deutlich zu stärken. Diese Elemente könnten auch Teil einer neuen Wachstumspolitik der EU sein.

## 7.4. Ausgewählte Statistiken

**Tabelle 4: Maßnahmen mit Einfluss auf die Eventualverbindlichkeiten des Staates, 2008 bis 2011**

	Geänderte Garantie- verpflichtungen gemäß EFSF <sup>1)</sup>		Angepasster Beitragsschlüssel gemäß EFSF <sup>1)</sup> (in %)	Staatliche Garantien gegenüber dem Bankensektor (kumulierter Nettoeffekt auf die Staatsverschuldung in % des BIP)	
	in Mio €	in % des BIP 2011		2008-2011	
Belgien	27 032	7,30	3,72	12,7	
Deutschland	211 046	8,22	29,07	3,0	
Estland	1 995	12,46	0,27	0,0	
Irland	-	-	0,00	42,8	
Griechenland	-	-	0,00	25,8	
Spanien	92 544	8,61	12,75	6,2	
Frankreich	158 488	7,97	21,83	3,1	
Italien	139 268	8,78	19,18	2,7	
Zypern	1 526	8,51	0,21	15,7	
Luxemburg	1 947	4,66	0,27	3,2	
Malta	704	10,91	0,10	0,0	
Niederlande	44 446	7,32	6,12	6,1	
Österreich	21 639	7,19	2,99	5,7	
Portugal	-	-	0,00	9,0	
Slowenien	3 664	10,23	0,51	4,4	
Slowakei	7 728	11,05	1,06	0,0	
Finnland	13 974	7,34	1,92	0,0	
Insgesamt	726 000	7,71	100,00	5,2	

Quellen: ESZB und EFSF.

1) Der angepasste Beitragsschlüssel ergibt sich aus dem Ausscheiden Griechenlands, Irlands und Portugals.

Quelle: EZB-Monatsbericht April 2012

**Tabelle 5: Zinslast in Prozent des BIP**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
European Union (27 countries)	NA	NA	NA	NA	5.16	5.21	4.72	4.38	3.81	3.64	3.48	3.19	3.02	2.84	2.77	2.68	2.73	2.78	2.63	2.71	2.86	3.00	3.11
European Union (15 countries)	NA	NA	NA	NA	5.19	5.25	4.75	4.42	3.84	3.67	3.50	3.22	3.05	2.87	2.80	2.72	2.80	2.87	2.67	2.76	2.91	3.06	3.18
Euro area (17 countries)	NA	NA	NA	NA	5.40	5.49	4.95	4.59	4.04	3.90	3.80	3.51	3.31	3.12	3.00	2.92	2.98	3.05	2.86	2.80	2.96	3.12	3.26
Euro area (16 countries)	NA	NA	NA	NA	5.40	5.49	4.95	4.59	4.04	3.90	3.81	3.51	3.32	3.12	3.01	2.93	2.99	3.05	2.86	2.81	2.96	3.12	3.27
Euro area (12 countries)	NA	NA	NA	NA	5.43	5.52	4.97	4.61	4.05	3.91	3.81	3.52	3.32	3.13	3.02	2.94	3.00	3.07	2.88	2.82	2.98	3.14	3.29
Belgium	11.20	10.86	10.77	9.20	8.87	8.45	7.69	7.35	6.84	6.62	6.48	5.75	5.33	4.78	4.31	4.00	3.87	3.83	3.69	3.47	3.34	3.43	3.49
Bulgaria	16.40	6.44	9.35	14.57	14.08	19.48	7.07	4.25	3.66	4.18	4.27	2.27	2.23	1.91	1.61	1.33	1.18	0.88	0.77	0.61	0.72	0.74	0.77
Czech Republic	NA	NA	NA	NA	1.03	1.16	1.08	1.11	0.95	0.80	0.97	1.15	1.05	1.08	1.09	1.05	1.09	1.03	1.27	1.36	1.41	1.45	1.50
Denmark	6.57	5.99	6.66	6.11	5.89	5.68	5.03	4.57	4.12	3.69	3.42	3.18	2.87	2.56	2.08	1.77	1.58	1.41	1.92	1.88	1.96	2.01	2.06
Germany	2.69	3.14	3.20	3.18	3.50	3.49	3.39	3.37	3.17	3.20	3.09	2.96	3.02	2.88	2.84	2.86	2.82	2.76	2.69	2.50	2.43	2.32	2.26
Estonia	NA	NA	0.19	0.23	0.52	0.40	0.27	0.54	0.29	0.21	0.15	0.21	0.21	0.23	0.19	0.17	0.17	0.21	0.19	0.10	0.18	0.18	0.19
Ireland	7.56	7.04	6.60	6.02	5.29	4.50	3.77	3.38	2.39	1.97	1.47	1.34	1.23	1.12	1.05	1.03	1.05	1.38	2.04	3.14	3.56	4.33	5.88
Greece	8.69	10.37	11.36	12.53	11.34	10.59	9.38	8.23	7.47	7.45	6.52	5.63	5.03	4.89	4.67	4.68	4.80	5.12	5.14	5.81	6.70	7.12	7.70
Spain	NA	NA	NA	NA	5.13	5.24	4.69	4.21	3.51	3.24	3.05	2.71	2.37	2.04	1.79	1.64	1.61	1.60	1.77	1.91	2.19	2.43	2.64
France	2.78	2.97	3.24	3.32	3.44	3.57	3.45	3.31	2.99	2.88	3.02	2.95	2.82	2.77	2.70	2.60	2.70	2.93	2.44	2.44	2.64	2.82	2.97
Italy	11.35	12.23	12.66	11.36	11.59	11.52	9.29	8.18	6.64	6.33	6.29	5.64	5.15	4.77	4.67	4.61	4.95	5.12	4.54	4.40	4.78	5.27	5.50
Cyprus	NA	NA	NA	NA	2.01	2.39	2.49	3.09	3.06	3.40	3.38	3.19	3.57	3.33	3.53	3.26	3.05	2.84	2.56	2.26	2.38	2.74	2.74
Latvia	NA	0.12	0.14	0.86	0.91	1.40	0.91	0.72	0.66	0.98	0.92	0.75	0.69	0.73	0.55	0.46	0.35	0.59	1.46	1.44	1.86	1.98	2.21
Lithuania	NA	NA	NA	NA	0.34	0.82	0.73	1.13	1.46	1.74	1.51	1.31	1.24	0.93	0.80	0.73	0.70	0.66	1.26	1.82	1.97	2.06	2.09
Luxembourg	0.42	0.40	0.42	0.45	0.43	0.41	0.41	0.41	0.32	0.34	0.33	0.26	0.22	0.17	0.16	0.18	0.24	0.32	0.37	0.41	0.51	0.55	0.57
Hungary	NA	NA	NA	NA	8.89	9.19	8.58	7.14	6.79	5.36	4.77	4.07	4.38	4.16	3.95	4.14	4.14	4.61	4.16	3.97	3.98	3.84	3.84
Malta	NA	NA	NA	NA	2.04	2.23	2.73	3.22	3.71	3.54	3.29	3.50	3.32	3.62	3.69	3.54	3.32	3.20	3.14	3.02	3.21	3.29	3.27
Netherlands	6.01	6.23	6.08	5.54	5.63	5.30	4.93	4.67	4.28	3.65	3.17	2.80	2.60	2.48	2.36	2.20	2.20	2.22	2.17	1.91	1.91	1.89	2.10
Austria	3.63	3.73	3.88	3.67	4.08	4.01	3.74	3.71	3.50	3.61	3.51	3.33	3.08	2.95	2.98	2.87	2.87	2.66	2.80	2.65	2.64	2.79	2.93
Poland	4.36	5.34	7.88	6.04	5.74	4.56	4.54	4.02	2.96	3.02	3.12	2.89	2.97	2.76	2.80	2.65	2.31	2.22	2.64	2.69	2.84	2.96	3.00
Portugal	8.06	7.84	7.16	6.10	5.59	4.82	3.74	3.09	2.91	2.92	2.90	2.78	2.66	2.56	2.45	2.67	3.00	3.09	2.91	3.03	4.25	5.24	5.52
Romania	NA	NA	NA	NA	1.57	1.79	4.42	3.98	5.05	3.94	3.43	2.46	1.60	1.48	1.23	0.83	0.71	0.71	1.53	1.56	1.80	1.80	1.80
Slovenia	NA	NA	NA	NA	2.13	2.07	2.37	2.18	2.35	2.40	2.35	2.19	1.95	1.69	1.56	1.39	1.27	1.12	1.36	1.64	1.89	2.13	2.17
Slovakia	NA	NA	2.73	3.37	2.37	2.54	2.40	2.54	3.39	4.06	4.00	3.55	2.51	2.18	1.72	1.46	1.39	1.25	1.44	1.34	1.49	1.53	1.64
Finland	1.87	2.53	4.40	4.13	3.93	4.18	4.19	3.52	3.01	2.80	2.65	2.10	1.89	1.76	1.68	1.55	1.47	1.45	1.40	1.38	1.34	1.35	1.54
Sweden	NA	NA	5.68	6.19	5.30	5.38	5.22	4.54	4.00	3.47	2.74	3.05	2.23	1.80	1.85	1.72	1.76	1.65	1.17	1.03	1.04	1.07	1.10
United Kingdom	3.12	3.01	3.04	3.29	3.57	3.57	3.56	3.47	2.83	2.72	2.33	2.00	1.98	1.96	2.10	2.06	2.22	2.27	1.88	2.89	3.10	3.20	3.21
Croatia	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.91	1.89	1.76	1.46	1.70	1.99	2.21	2.46	2.77
Macedonia FYR	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	1.06	0.85	0.88	0.98	0.79	0.66	0.74	0.74	0.62	0.68
Montenegro	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	0.85	1.01	0.97	0.93	0.88
Turkey	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	6.00	5.45	5.01	4.95	4.87	4.80	5.01	5.24
Iceland	3.91	3.89	3.99	4.09	4.13	3.74	3.47	3.57	3.40	3.37	3.35	2.98	2.74	2.43	2.20	2.16	2.59	3.34	6.58	5.52	5.64	5.74	5.80
Norway	3.20	3.22	3.29	3.05	2.78	2.46	2.06	2.04	1.78	1.52	1.83	1.81	1.81	1.41	1.21	1.53	1.31	1.48	1.42	1.31	1.26	1.23	1.21
Switzerland	1.51	1.81	1.88	2.04	2.09	1.99	2.01	2.00	1.97	1.84	1.73	1.69	1.59	1.51	1.46	1.35	1.24	1.13	1.02	0.94	0.88	0.87	0.86
United States	5.06	4.78	4.56	4.43	4.66	4.54	4.34	4.13	3.73	3.54	3.22	2.84	2.58	2.51	2.64	2.71	2.88	2.73	2.50	2.61	3.00	3.13	3.28
Japan	3.51	3.49	3.43	3.39	3.47	3.48	3.43	3.50	3.48	3.34	3.20	3.01	2.74	2.52	2.42	2.43	2.48	2.54	2.59	2.65	2.72	2.72	2.74
Canada	9.41	9.31	9.19	9.03	9.57	9.12	8.39	8.25	7.64	7.11	6.61	5.82	5.39	4.94	4.56	4.34	4.15	3.87	3.82	3.71	NA	NA	NA

Quelle: Ameco

Tabelle 6: Scoreboard Indikatoren (aus dem Alert Mechanism Report der EU)

Table 1. Scoreboard indicators and indicative thresholds (\*)

Indicator	External imbalances and competitiveness					Internal imbalances				
	3 year average of current account balance as a % of GDP	Net International Investment Position as a % of GDP	% change (3 years) of Real Effective Exchange Rate, HICP deflators relative to 35 industrial countries (a)	% change (5 years) in export market shares	% change (3 years) in nominal unit labour cost (b)	y-o-y % change in deflated house prices (c)	private sector credit flow as % of GDP (d), (e)	private sector debt as % of GDP (d), (e)	general government debt as % of GDP (f)	3 year average of unemployment rate
Data source	Balance of Payments statistics EUROSTAT.	Balance of Payments Statistics, EUROSTAT.	DG ECFIN indicator data base on Price and Cost competitiveness.	Balance of Payments statistics, EUROSTAT.	EUROSTAT	Harmonised house price index by EUROSTAT, completed with ECB, OECD and BIS data.	EUROSTAT for annual data and QSA, ECB for quarterly data.	EUROSTAT for annual data and QSA, ECB for quarterly data.	EUROSTAT (EDP – treaty definition).	EUROSTAT
Indicative thresholds	+6/-4%	-35% Lower quartile	+/-5% for EA +/-11% nonEA Lower and Upper Quartiles of EA - /+ s.d. of EA	-6% Lower quartile	+9% EA +12% non-EA Upper Quartile EA3 p.p	+6% Upper quartile	+15% Upper Quartile	160% Upper Quartile	+60%	-10%
Period for calculating thresholds	1970-2007	First available year (mid-1990s)-2007	1995-2007	1995-2007	1995-2007		1995-2007	1994-2007		1994-2007
Some additional indicators to be used in economic reading	Net lending/borrowing vis-à-vis ROW (Capital Account + Current Account balances as % of GDP)	Net External Debt as % GDP	REER vis-à-vis rest of the euro area	Export market shares based on volumes of goods; Labour productivity; Trend ITP growth	Nominal ULCs (changes over 1, 5, 10 years); Effective ULC relative to rest of euro-area Other measures of productivity	Real house price (changes over 3 years); Nominal house price (changes over 1 and 3 years) Residential construction	Indicator on change in financial liabilities of the non-consolidated financial sector and the debt over equity ratio	Private sector debt based on consolidated data		

Notes: (a) for EU trading partners HICP is used while for non-EU trading partners, the deflator is based on a CPI close to the HICP in methodology; (b) index providing ratio of nominal compensation per employee to real GDP per person employed; (c) changes in house prices relative to the consumption deflator of EUROSTAT; (d) private sector is defined as non-financial corporations, households and non-profit institutions serving households; (e) sum of Loans, and Securities other than shares; liabilities, non –consolidated; (f) the sustainability of public finances will not be assessed in the context of the MIP given that this issue is already covered by the SGP. However this indicator is part of the scoreboard because public indebtedness contributes to total indebtedness of the country and therefore to the overall vulnerability of the country. (\*) It is envisaged to develop a wider indicator of the banking/financial sector by the end of 2012.

Table 2: The MIP scoreboard for 2010

Year 2010	External imbalances and competitiveness					Internal imbalances				
	3 year average of Current Account Balance as % of GDP	Net International Investment Position as % of GDP	% Change (3 years) of Real Effective Exchange Rate with HICP deflators	% Change (5 years) in Export Market Shares	% Change (3 years) in Nominal ULC	% y-o-y change in deflated House Prices	Private Sector Credit Flow as % of GDP	Private Sector Debt as % of GDP	Public Sector Debt as % of GDP	3 year average of Unemployment
Thresholds	-4/-6%	-35%	±5% & ±11%	-6%	+9% & +12%	+6%	15%	160%	60%	10%
BE	-0.6	77.8	1.3	-15.4	8.5	0.4	13.1	233	96	7.7
BG	-11.1	-97.7	10.4	15.8	27.8	-11.1	-0.2	169	16	7.5
CZ	-2.5	-49.0	12.7	12.3	5.1	-3.4	1.7	77	38	6.1
DK	3.9	10.3	0.9	-15.3	11.0	0.5	5.8	244	43	5.6
DE	5.9	38.4	-2.9	-8.3	6.6	-1.0	3.1	128	83	7.5
EE	-0.8	-72.8	5.9	-0.9	9.3	-2.1	-8.6	176	7	12.0
IE	-2.7	-90.9	-5.0	-12.8	-2.3	-10.5	-4.5	341	93	10.6
EL	-12.1	-92.5	3.9	-20.0	12.8	-6.8	-0.7	124	145	9.9
ES	-6.5	-89.5	0.6	-11.6	3.3	-3.8	1.4	227	61	16.5
FR	-1.7	-10.0	-1.4	-19.4	7.2	5.1	2.4	160	82	9.0
IT	-2.8	-23.9	-1.0	-19.0	7.8	-1.4	3.6	126	118	7.6
CY	-12.1	-43.4	0.8	-19.4	7.2	-6.6	30.5	289	62	5.1
LV	-0.5	-80.2	8.5	14.0	-0.1	-3.9	-8.8	141	45	14.3
LT	-2.3	-55.9	9.1	13.9	0.8	-8.7	-5.3	81	38	12.5
LU	6.4	96.5	1.9	3.2	17.3	3.0	-41.8	254	19	4.9
HU	-2.1	-112.5	-0.5	1.4	3.9	-6.7	-18.7	155	81	9.7
MT	-5.4	9.2	-0.6	6.9	7.7	-1.6	6.9	212	69	6.6
NL	5.0	28.0	-1.0	-8.1	7.4	-3.0	-0.7	223	63	3.8
AT	3.5	-9.8	-1.3	-14.8	8.9	-1.5	6.4	166	72	4.3
PL	-5.0	-64.0	-0.5	20.1	12.3	-6.1	3.8	74	55	8.3
PT	-11.2	-107.5	-2.4	-8.6	5.1	0.1	3.3	249	93	10.4
RO	-6.6	-64.2	-10.4	21.4	22.1	-12.1	1.7	78	31	6.6
SI	-3.0	-35.7	2.3	-5.9	15.7	0.7	1.8	129	39	5.9
SK	-4.1	-66.2	12.1	32.6	10.1	-4.9	3.3	69	41	12.0
FI	2.1	9.9	0.3	-18.7	12.3	6.8	6.8	178	48	7.7
SE	7.5	-6.7	-2.5	-11.1	6.0	6.3	2.6	237	40	7.6
UK	-2.1	-23.8	-19.7	-24.3	11.3	3.4	3.3	212	80	7.0

Note: (1) Cut-off date 30 January 2012; \* Programme countries (IE, EL, PT, RO). LV ended its BoP assistance programme on 19 January 2012 but remains under post-programme surveillance.

Table 3: Additional indicators used in the economic reading of the MIP scoreboard, 2010

Year 2010	% y-o-y growth of real GDP	Gross fixed capital formation as % GDP	Gross domestic expenditure on R&D as % GDP	Current Account balance as % of GDP, Bop data	Net lending / borrowing vs. ROW as % GDP, Bop data	Net external debt as % GDP	FDI Inflows as % GDP	Net Trade Balance of energy products as % GDP	% Change (3 years) in REER vs. EA (17)	% y-o-y change in Export Market Shares, volumes	% y-o-y growth of Labour Productivity	% y-o-y growth of Employment	% Change (10 years) in Nominal ULC vs. EA (17)	% Change (10 years) in Nominal ULC	% Change (3 years) in Nominal house Prices	Residential Construction as % GDP	Private Sector Debt as % GDP, consolidated data	Financial Liabilities of fin. sector, non-consolidated
BE	2.3	20.2	2.0	1.5	1.3	-121.8	5.7	na	1.9	-5.6	1.4	0.8	4.0	22.5	6.3	na	130.6	-2.1
BG	0.2	23.5	0.6	-1.3	-0.5	43.6	4.9	-5.9	:	3.9	6.4	-5.9	:	72.9	-11.8	4.3	151.2	-2.2
CZ	2.7	24.4	1.6	-3.1	-2.2	0.5	3.4	-3.5	:	3.0	4.5	-0.9	:	27.1	4.0	4.4	71.6	2.5
DK	1.3	17.2	3.1	5.5	5.6	25.4	-2.4	1.1	:	-10.4	3.6	-2.0	:	34.5	-14.1	4.2	244.1	7.8
DE	3.7	17.5	2.8	5.7	5.7	-5.8	1.4	-2.9	-1.4	-0.7	3.2	0.5	-16.7	4.3	3.6	5.3	111.8	0.0
EE	2.3	18.8	1.6	3.6	7.2	24.1	8.1	-1.5	8.0	7.7	7.4	-4.1	42.4	73.8	-44.5	3.3	na	-10.1
EL	-0.4	11.5	1.8	0.5	0.1	-295.9	12.7	na	-5.2	-12.4	4.0	-4.2	9.4	28.7	-33.8	3.0	292.8	5.9
EU	-3.5	16.6	na	-10.1	-9.2	97.4	0.1	-4.2	5.1	-11.7	-1.7	-1.9	13.7	36.6	2.8	4.8	124.1	8.5
ES	-0.1	22.9	1.4	-4.6	-4.0	91.7	1.8	-3.0	1.0	-6.8	2.6	-2.3	8.5	29.2	-9.9	7.5	213.9	-1.8
FR	1.5	19.3	2.3	-1.7	-1.7	23.5	1.3	-2.4	-0.1	-6.0	1.4	0.2	3.7	22.6	0.0	6.1	137.4	2.9
IT	1.5	19.7	1.3	-3.5	-3.5	51.3	0.4	-3.4	0.8	-4.7	2.3	-0.7	11.5	30.5	2.3	5.3	125.4	1.4
CY	1.1	18.6	0.5	-9.9	-9.7	18.4	3.3	na	0.6	-5.8	1.1	0.0	9.2	32.8	-6.5	6.0	289.0	-7.6
LV	-0.3	19.5	0.6	3.0	4.9	53.5	1.6	-4.8	:	2.9	4.7	-3.7	:	86.0	-46.8	2.0	135.8	-0.1
LT	1.4	16.3	0.8	1.5	4.2	39.4	2.1	-7.2	:	2.5	6.9	-5.2	:	28.6	-32.9	1.9	76.7	0.0
LU	2.7	18.4	1.6	7.7	7.1	-3312.0	386.0	na	1.8	-18.8	0.8	1.7	16.6	37.5	5.0	3.4	201.6	10.0
HU	1.3	18.0	1.2	1.1	2.9	60.3	1.4	-5.0	:	-2.9	0.9	0.0	:	53.7	1.4	2.5	134.8	3.2
MT	2.9	17.7	0.6	-3.9	-2.2	-176.2	12.8	na	3.6	-2.0	0.6	2.2	11.2	32.9	7.4	2.8	164.7	18.5
NL	1.7	18.2	1.8	6.6	5.8	30.7	-1.7	-2.9	-0.9	-4.6	2.2	-0.3	6.8	24.2	-3.8	5.0	222.0	7.0
AT	2.3	20.5	2.8	3.0	3.1	30.2	1.0	-3.0	0.2	-1.2	1.7	0.9	-2.8	13.2	5.6	4.2	149.7	-1.5
PL	3.9	19.9	0.7	-4.6	-2.8	33.5	1.9	na	:	-3.8	3.5	0.6	:	12.8	na	2.6	71.1	13.5
PT	1.4	19.8	1.6	-10.0	-8.9	84.4	0.6	na	-2.1	-8.8	3.0	-1.5	4.8	24.9	6.3	3.8	224.4	10.2
RO	-1.6	24.0	0.5	-4.0	-3.7	38.3	1.8	-2.2	:	2.4	0.2	-1.8	:	225.5	na	na	76.7	4.5
SI	1.4	21.6	2.1	-0.8	-0.8	31.7	0.8	-5.1	3.3	-2.3	4.0	-1.7	30.4	52.2	-2.6	3.2	118.4	-3.4
SK	4.2	22.2	0.6	-3.5	-1.9	23.9	0.6	na	12.8	2.4	5.7	-2.0	15.7	33.9	-1.2	2.7	69.0	1.6
FI	3.6	18.8	3.9	1.8	1.9	28.5	2.9	-2.9	2.1	-8.0	5.1	-1.5	3.2	21.8	8.9	6.5	155.0	19.0
SE	5.6	17.8	3.4	6.7	6.5	62.3	-0.3	-1.7	:	-0.7	4.4	1.1	:	15.6	13.3	3.2	221.0	2.1
UK	2.1	14.9	1.8	-3.3	-3.1	46.3	2.2	na	:	-5.7	1.9	0.3	:	30.0	-2.1	3.1	na	8.0

Note: (1) 'na' refers to data not available for the moment. (2) Cut-off date is 30 January 2012; \* Programme countries (IE, EL, PT, RO). LV ended its BoP assistance programme on 19 January 2012.

**Literatur:**

- BOSS, A. (2009), Finanzpolitik in Deutschland: Herausforderungen und Lösungswege, Kiel Working Papers, Kieler Institut für Weltwirtschaft, Nr. 1547, Kiel.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2010), Yields on Bunds under safe haven effects, Monthly Report (Monatsbericht), October 2010, 30–31.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2010), Yields on Bunds under safe haven effects, Monthly Report, October 2010, 30–31.
- DOMAR, E. (1944), The Burden of Debt and the National Income, *American Economic Review* 34, 798–827.
- EICHENGREEN, B. (2012), Das Ende des Dollar-Privilegs, Kulmbach: Börsenbuchverlag.
- EUROPEAN COMMISSION (2011), Economic Adjustment Programme for Greece. Fifth Review – October 2011, European Economy, Occasional Paper No. 87, Brussels.
- EUROPEAN COMMISSION (2012a), Economic Adjustment Programme for Ireland, European Economy, Occasional Papers No. 93, March 2012, Brussels.
- EUROPEAN COMMISSION (2012b), The Second Economic Adjustment Programme for Greece, March 2012, European Economy, Occasional Papers 94, Brussels.
- EUROPEAN COMMISSION (2012c), Alert Mechanism Report, Com(2012) 68 final, Brussels.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (2012), Analyse der Tragfähigkeit der Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, April 2012, 63-79.
- GOODHART, C.A.E. (2007), The background to the 2007 financial crisis, *International Economics and Economic Policy*, 4, 331-339.
- HENNICKE, P.; WELFENS, P.J.J. (2012), Energiewende nach Fukushima, München: Oekom Verlag.
- IMF (2010), Greece: Second Review Under the Stand-By Arrangement - Staff Report; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Greece, Country Report No. 10/372, International Monetary Fund.
- OECD (2012), OECD Economic Surveys. Euro Area, Paris.
- REINHART, C.; ROGOFF, K. (2009), This Time it is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises, Princeton NJ: Princeton University Press
- SVR (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2011), Jahresgutachten 2011/2012, Berlin und Wiesbaden.
- USSEC (2008), Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Selected Credit Rating Agencies, United States Securities and Exchange Commission, Washington DC.
- WELFENS, P.J.J. (2009), Transatlantische Bankenkrise, Stuttgart: Lucius.
- WELFENS, P.J.J. (2010), Transatlantic Banking Crisis: Analysis, Rating, Policy Issues, *International Economics and Economic Policy*, Vol. 7(1), 3-48.
- WELFENS, P.J.J. (2011a), Hg., Zukunftsfähige Wirtschaftspolitik für Deutschland und Europa, Heidelberg: Springer.
- WELFENS, P.J.J. (2011b), Sinns Aufruf zum Boykott der EZB ist unethisch, Handelsblatt 27.9.2011, S.10.
- WELFENS, P.J.J. (2012a), Die Zukunft des Euro. Die europäische Staatsschuldenkrise und ihre Überwindung, Berlin: Nicolai.
- WELFENS, P.J.J. (2012b), Overcoming the Euro Crisis, Paper for presentation at the US Congressional Research Service, Washington DC.

---

WELFENS, P.J.J.; PERRET, J.K.; ERDEM, D. (2010), Global economic sustainability indicator: Analysis and policy options for the Copenhagen process, *International Economics and Economic Policy*, Vol.7, 153-185.