

Prof. Dr. Paul J.J. Welfens, Präsident des Europäischen Instituts für Internationale Wirtschaftsbeziehungen (EIIW), Lehrstuhl Makroökonomik und Jean Monnet Professor an der Bergischen Universität Wuppertal, Alfred Grosser Professur 2007/08, Sciences Po, Paris, Research Fellow, IZA, Bonn; Non-Resident Senior Fellow, AICGS/Johns Hopkins University, Washington DC. www.eiiw.eu. *Welfens hat bereits in 2008 vor einer Griechenland-, Portugal-, Spanien- und Italienkrise gewarnt (Buch Transatlantische Bankenkrise: S.158f., Stuttgart: Lucius). Sein Neues Buch Die Zukunft des Euro. Die Europäische Staatsschuldenkrise und ihre Überwindung (Berlin: Nicolai) fordert zum Übergehen auf eine Politische Union in der Eurozone auf.*

welfens@eiiw.uni-wuppertal.de

3.9.2012

eurohbl2012welfens

Realitätssinn und Verantwortungsbewusstsein in der Eurokrise

Mit Reflexionen zur EZB-Politik hat Jürgen Stark, ehemals EZB-Direktoriumsmitglied, in einem Beitrag im Handelsblatt am 28.8.2012 unter der Überschrift „Auf dem Weg in eine neue Geldordnung“ Befürchtungen geäußert, dass die EZB weiter Staatsanleihen von Krisenländern aufkaufen könnte und im Übrigen mit Blick auf die Ankäufe von 2010/2011 und die weiteren Perspektiven ausgeführt: „Die Marktteilnehmer nahmen sehr wohl wahr, dass die EZB-Interventionen letztlich eine Subventionierung der jeweiligen Staatshaushalte und damit einen Finanztransfer vom Kern in die Peripherie des Währungsgebiets bedeuteten... Was aber hat sich seit Anfang 2012 ereignet, dass der EZB-Rat erneut den Kauf von Staatspapieren erwägt? Es geht um zwei große Volkswirtschaften der Euro-Zone, Italien und Spanien. Die Renditen der Staatspapiere dieser Länder sind wegen höherer Risiken und Unsicherheiten deutlich gestiegen... Es geht erneut und in viel größeren Dimensionen als bisher darum, die Refinanzierungskosten einzelner Mitgliedsstaaten zu senken, was – wie schon gesagt – einen Finanztransfer impliziert und damit den Druck der Märkte auf notwendige Anpassungen in den betroffenen Ländern mindert. Für diese impliziten Transfers fehlt der EZB jede demokratische Legitimation. Die EZB darf das Marktgeschehen nicht nachhaltig stören oder sogar den Anleihemarkt ersetzen.... Die höheren Zinsen für Italien und Spanien sind nicht nur erklärbar, sie sind nötig. Sie sind der Reflex hausgemachter Probleme und kein Phänomen, das über die Zentralbank angegangen werden sollte. Dies wäre nur ein Kurieren an den Symptomen. Die notwendigen Reformen auf staatlicher Ebene würden weiter verschleppt... Der externe und interne Druck auf den EZB-Rat ist enorm... Nicht nur die deutsche Öffentlichkeit ist zutiefst verunsichert – ja verängstigt – über die fortgesetzten Rettungsaktionen, die Dimensionen der Haftung für die Schulden anderer Länder und des Flutens der Märkte durch die EZB. Das Vertrauen in die Zentralbank und die Währung schwindet. Dies muss für jeden Währungshüter ein Alarmsignal sein. Die EZB muss dem Kern ihres Mandats, die Preisstabilität zu sichern, wieder absolute Priorität einräumen“.

Sicherlich spricht Jürgen Stark die Bedenken vieler in Deutschland bzw. den EU-Ländern aus, die sich sorgen, dass 2012/2013 eine weitere Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone oder auch Inflationsimpulse bringen könnte. Aber die Darlegung von Stark nimmt weder die neueren Befunde der Fachliteratur zu Kenntnis, noch werden die seit der Transatlantischen Bankenkrise veränderten Realitäten der Finanzmärkte überhaupt aufgenommen; zudem sind die Reflexionen höchst widersprüchlich in sich.

- In einer Phase, in der die Eurozone um ihr Fortbestehen ringt und in der es keinerlei besonderen Inflationsprobleme gibt – auch nicht mit Blick auf 2013/2014 – spricht nichts dafür, der Preisniveaustabilität eilig wieder absolute Priorität einzuräumen. Die

Zielstellung des Europäischen Systems der Zentralbanken ist (ESZB) laut Gesetzestext (Artikel 105 Maastrichter Vertrag): „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen.“ Die Europäische Zentralbank sollte also zusammen mit den nationalen Zentralbanken – in der Summe eben des ESZB – die Aufgabe der Rezessionsbekämpfung in der Eurozone und der Sicherung der Zahlungssysteme übernehmen, wobei letzteres ein eigenes Ziel laut Statut der EZB ist; die Stabilisierung der Banken steht mithin in der gefährlichen Situation in 2012 wohl doch mit auf der Agenda.

- Wenn man sich eine geordnete hypothetische Wirtschaftswelt ausmalen dürfte, in der die EZB ohne Stress jeden Monat eine stabilitätsorientierte Geldpolitik umsetzen könnte, dann wäre dies die Welt vor dem 15. September 2008, als die US-Regierung die US-Investmentbank Lehman Brothers in Konkurs gehen ließ: ein schockierendes Ereignis in sich, in dessen Gefolge die bis dahin unnormal niedrigen Risikoprämien – auch solche bei Staatsanleihen von bestimmten OECD-Ländern – deutlich anstiegen. Im Übrigen war Lehman Brothers ein Teil einer vor allem in den Jahren 2000-2008 sich ergebenden historischen Fehlentwicklung der Finanzmärkte in den USA, Großbritannien und einigen Ländern der Eurozone, bei der die EZB als Zuschauer und potenzieller Mitgestalter stumm über Jahre auf der Haupttribüne bzw. als passiver Mitspieler bei den Meetings der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich saß. Einer in der Führung stärker analytisch aufgestellten und im Denken kritischeren EZB hätte es schon früher auffallen können, dass die neuen Finanzinnovationen im Feld komplexer Kreditverbriefungen bzw. vor allem die strukturierten Papiere mit ihren versteckten Kreditrisiken zu viel zu niedrigen Risikoprämien und letztlich geradewegs zu höheren Kreditausfallrisiken führen mussten. Wenn aber die Risikoprämien, getrieben von der selbstgefälligen Ahnungslosigkeit bzw. faktischen Gefälligkeitsratings der führenden Rating-Agenturen nicht anstiegen, dann gaben die Finanzmärkte keine vernünftigen Signale. Als der Chicagoer Ökonom Rajan, ehemaliger Chef-Volkswirt des IWF, im Jahr 2005 auf der internationalen Notenbanker-Konferenz in Jackson Hole, USA, ein sehr fundiertes Papier vortrug, das die neuen Risiken der Finanzinnovationen kritisch beleuchtete, erhielt dieser keineswegs Unterstützung aus Frankfurt. Die EZB hat bislang nicht dazu beigetragen, dass sich die Wettbewerbsintensität auf dem Rating-Markt etwa durch die Neugründung zumindest einer neuen Rating-Agentur erhöht hat; und zwar obwohl die EZB seit Anfang 2012 über den neu gegründeten European Stability Board mit für die makroprudentielle Aufsicht zuständig ist.
- Die Einschätzung, dass Italien und Spanien verdientermaßen – wegen schlechter eigener Wirtschaftspolitik bzw. zu hoher Staatsverschuldung - bei Zinssätzen um 7% in 2011/2012 sind, ist nicht überzeugend. Italien hat unter dem neuen Ministerpräsidenten Monti zahlreiche Strukturreformen umgesetzt und von daher können hohe Zinssätze – wie in 2011 - durchaus eine Art pädagogischen Wert für die Wirtschaftspolitik haben. Aber in 2012 sind die Zinssätze kaum gesunken und sie werden auch eher nicht sinken, wofür Italien keine Verantwortung trägt. Es ist nämlich gerade so, dass die vielen leichtfertigen Bemerkungen aller möglichen Leute,

inklusive Ifo-Chef Sinn, dass Griechenland aus der Währungsunion ausscheiden sollte bzw. eine entsprechende Währungsreform über sich ergehen lassen müsste, bei den Marktakteuren die bange Frage entstehen lässt, ob denn demnächst einem solchen tatsächlichen Griechenland-Ausscheiden ähnliche Manöver bei Spanien und Italien sowie anderen Ländern folgen dürften: Das nennt man Konvertibilitätsrisiko, also das Risiko, dass man jetzt den betreffenden Ländern Euro-Kredite gibt und womöglich in abgewerteten neuen nationalen Währungseinheiten zurückgezahlt werden soll; womöglich auch nur ein Teil, nach dem Muster Griechenland-Haarschnitt, der in 2011 ja in zwei Schritten – zuerst 21%, dann 54 % - seitens der Euro-Gipfel negative Erwartungen im Kapitalmarkt befördert hat. Spanien und Italien sind in 2012 zum großen Teil Opfer einer verantwortungslosen Diskussion unter währungspolitischen Nichtfachleuten, die über eine Währungsunion reden als sei dies ein Haufen beliebig verschiebbarer und herausnehmbarer Bauklötze.

- Während Großbritannien und die USA auf pragmatische Weise an der Überwindung ihrer nationalen Finanzmarktkrisen gearbeitet haben, und zwar auch durch Zentralbank-Ankäufe staatlicher Wertpapiere – bei Großbritannien ging es um ein Volumen, das ca. 18% des Bruttoinlandsproduktes entsprach, bei den USA um ca. 10%, während in 2010/2011 die EZB Staatspapiere für umgerechnet nur gut 2% ankaufte -, betont Stark in seinen Darlegungen ordnungspolitische Aspekte und prinzipielle Fragen. Ordnungspolitik bzw. die Betonung funktionsfähiger Institutionen und glaubwürdiger Regeln hat durchaus eine grundsätzliche Bedeutung für die Funktionsweise des Wirtschaftssystems; aber in existenziellen Krisenphasen kann es keine Vorab-Priorität für Ordnungspolitik geben, sondern zunächst gilt es lebensgefährliche Probleme zu lösen: vernünftigerweise mit dem Vorsatz, nach Rückkehr in eine Normalsituation die bewährten Grundsätze der Ordnungspolitik nach Möglichkeit sorgfältig wieder zu verankern. Mit Kritischem Rationalismus bzw. einer pragmatischen schrittweisen Lösungssuche ist eine ideologische Betonung von Ordnungspolitik auch nicht vereinbar. Während also die Zentralbanken in Großbritannien und den USA pragmatisch und unideologisch Staatsanleihen des jeweiligen Zentralstaats mit einer Zinssenkungswirkung angekauft haben, wird von Stark behauptet, dass das Ankaufen von Staatsanleihen gegen die Ziele der EZB verstoße und schädlich sei: Demnach ist das Quantitative Easing (QE = Anleihenankauf durch die Zentralbank in einem Umfeld mit sehr niedrigem Notenbankzins) der USA bzw. Großbritanniens, deren Zentralbanken zwischen 2008 und 2012 Staatsanleihen ohne nennenswerte Inflationseffekte ankauften, auch abzulehnen. Aus der Sicht eines ökonomischen Standardmodells ist die Wirkung von QE eine doppelte, die letztlich auf mehr Wachstum, Beschäftigung und Steuereinnahmen hinausläuft: reale Zinssenkung, was Investitionen stimuliert und reale Abwertung, was die Nettogüterexporte und Direktinvestitionszuflüsse erhöht. Weshalb sollte die EZB eine vernünftig dosierte QE-Politik ablehnen wollen, obwohl ja der Notenbankzins in der Eurozone im Sommer 2012 schon unter 1% liegt? Man könnte hier aber weitergehend betonen, dass es ganz verschiedene Möglichkeiten eines Ankaufs von Staatsanleihen gibt und dass die Realisierung solcher Ankäufe in Verbindung mit bestimmten neuen Regeln sehr wohl im Einklang mit den Zielen der EZB sein können. In der jetzigen Situation mit einem langfristigen Zinssatz von 1,5% für langfristige Staatsanleihen in Deutschland und 6-7% für Italien und Spanien – gar

fast 30% für Griechenland-Anleihen -, kann die Europäische Zentralbank keine einheitliche Geldpolitik mit vernünftiger Grundlage machen; oder wie man auch sagen kann: Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik ist völlig gestört. Die Fortschritte der ersten Dekade, als sich in der Eurozone die nationalen Konjunkturzyklen angeglichen hatten, sind in der Krise 2010/2011 verflogen bzw. die Eurozone zerfällt zumindest vorübergehend in einen südlichen Krisenblock und eine nördliche Expansionsgruppe von Ländern. In vielen Banken wird die Eurozone nicht mehr als Währungsunion behandelt, vielmehr lautet etwa die Vorgabe von Vikram Pandit, Chef der Citi Group (so im TV-Interview am 16. Juni 2012 geäußert), dass man in jedem Euro-Land eine Risikostrategie auf Basis des nationalen Marktes fährt. Damit werden die positiven ökonomischen Wirkungen des Euro-Finanzbinnenmarktes zerstört. Wenn die EZB zur Wiederherstellung eines solchen Marktes durch sinnvolle Maßnahmen nachhaltig beitragen kann, dann sollte die EZB dies auch realisieren. Schließlich ist ein funktionsfähiger Euro-Finanzbinnenmarkt ein Beitrag zu mehr Investitionen, Wachstum und Beschäftigung bzw. entspricht den Zielen des Artikels 2 des EU-Vertrages.

- Die EZB, die immer betont hat, dass man eine Geldpolitik mit Blick auf die Gesamtsituation in der Eurozone durchführen will, kann mit Blick auf die konjunkturpolitisch unterschiedlichen Bedingungen in den rezessionsgeplagten Krisenländern einerseits und den nördlichen Euro-Ländern, inklusive Frankreich, andererseits nicht mehr länger eine sinnvolle einheitliche Geldpolitik machen. Politikinnovationen sind notwendig. Genau davon aber sieht man bei der EZB bislang zu wenig und eine eilige Rückkehr zu einem fiktiven Deutsche Bundesbankkurs bringt gar nichts. Die Deutsche Bundesbank hat sich nie in ihrer Geschichte einer Situation ausgesetzt gesehen, in der im Norden Deutschlands der Zinssatz von Bundesländer-Anleihen bei 1,5% lag, im Süden aber bei 7%. Natürlich versteht man vor dem Hintergrund dieses Befundes auch, dass die Eurozone ohne Europäische Union auf Dauer nicht funktionieren können. Aber bis eine solche Union errichtet ist, muss ja die Geldpolitik trotzdem sinnvoll agieren. Dass es hier Abstimmungserfordernisse mit den Akteuren der Fiskalpolitik gibt, ist nicht zu bestreiten und zumindest bemüht sich Berlin zusammen mit anderen Hauptstädten, über den neuen Fiskalpakt das stark reduzierte Maß an Glaubwürdigkeit in der Defizit- bzw. Haushaltspolitik der Euro-Mitgliedsländer zu erhöhen. Dass die Märkte den Politikern der Eurozone nur wenig vertrauen, liegt an der Abfolge von Euro-Gipfeln in 2010/2011 mit immer neuen Änderungen der Beschlusslage, kaum dass in Tinte unter den Dokumenten des vorigen Gipfels trocken war. Vertrauen kommt aus eingehaltenen Versprechen und die sind in Brüssel und Berlin bisweilen rar. Es ist auch nicht förderlich für die Vertrauensbildung, wenn die Politik bestimmte Maßnahmen vorab kategorisch ausschließt und dann gerade diese in letzter Minute doch realisiert. Der politische € Zick-Zack-Kurs mit vielen Entscheidungsrevisionen aus 2010-2012, gepaart mit einer unübersehbaren Anzahl von Erklärungen von Politikern aus der Regierung, die sich widersprechen, ist nicht geeignet, Vertrauen zu schaffen. Stabile Währungen beruhen auf Vertrauen und dass in der Eurozone eine doppelte Vertrauenskrise besteht, kann niemand übersehen: Es gibt die Vertrauenskrise der Kapitalmärkte Richtung Politik, es gibt aber auch eine starke Vertrauenskrise der Großbanken untereinander: Rund 800 Mrd. € hielten diese im Sommer 2012 zu 0,25% Zinssatz bei der EZB auf einem

Konto, da sie sich nicht – wie früher – trauten sich untereinander zu guten Zinssätzen die jeweils überschüssige Liquidität kurzfristig zu leihen. Die Interbankenmärkte funktionieren weitgehend nicht mehr, die Situation ist ähnlich wie in den Monaten nach dem schockierenden Konkurs der US-Investment Bank Lehman Brothers im Herbst 2008.

- In ökonomischen Lehrbüchern gibt es eingängige Schaubilder mit Angebots- und Nachfragekurve und im Schnittpunkt der beiden oft als Geraden dargestellten Funktionen ist eben der Gleichgewichtspunkt: Es gibt einen einzigen solchen Punkt bzw. einen einzigen Gleichgewichtspreis. Wenn das mal in der Welt der Finanzmärkte und der Devisenmärkte immer so einfach wäre! Seit langem ist auch für Staatsfinanzierungskrisen bekannt, dass es gerade auf dem Markt für Staatsanleihen auch mehrere Gleichgewichtspunkte geben kann – wie schon das CALVO-Model von 1988 zeigt. Es gibt ein Gleichgewicht bei hoher Bonität des Staates und niedrigem Niveau des Zinssatzes, den man als Anleger für eine risikobehaftete Anleihe erhält; Risiko heißt, dass der Schuldner bzw. der Staat mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit eines Tages versprochene Zins- und Tilgungszahlungen nicht leistet. Bei einem geringen Zinssatz und einer geringen Schuldenquote – meist auch verbunden mit einem Top-Rating – wird der Staat zuverlässig zahlen; die notwendigen geringen Steuern für die Zahlungen wird der Staat problemlos aufbringen. Wenn die Schuldenquote aber sehr hoch und wenn gar ein hoher Anteil der Gläubiger im Ausland sitzt, dann ist die Versuchung für den Staat hoch, plötzlich die Zahlungen ganz oder teilweise einzustellen. Rating-Agenturen sollten eigentlich längerfristig bei jedem Staat die Wahrscheinlichkeit des Zahlungsausfalls vorab korrekt abschätzen, aber es zeigt sich, dass die Urteile der Rating-Agenturen in der Regel das Echo des Marktes sind. Der US SEC-Bericht 2008 hat gezeigt, dass Rating-Agenturen oft schlampig arbeiten und schon von daher kann man misstrauisch auf die Signale der Finanzmärkte schauen. Empirische Befunde von GÄRTNER/GRIESBACH von der Universität St. Gallen zeigen, dass Spanien und Italien unnormal hohe Risikoprämien haben bzw. sonderbar hohe Zinssätze zahlen und dass das Problem Mehrfach-Gleichgewichte in der Euro-Schuldenkrise relevant sein dürfte – auch das ergibt einen Grund, dass die EZB eingreifen soll. Die Ideallösung, dass man die Schuldenquoten deutlich rasch senkt und alle Länder beim Rating in den A-Bereich bugsieren kann, ist kurzfristig nicht realisierbar; mittelfristig durch Privatisierungen und Konsolidierungsschritte bzw. Strukturreformen durchaus. Kurzfristig sind andere besondere Maßnahmen gefragt, die das Abrutschen der Eurozone in eine sich selbst erfüllende Desaster-Prophezeiung verhindern. Hier ist die EZB gefragt, wobei EZB plus Währungsunion eigentlich die Binnenmarktvorteile verstärken sollten – das ist ein wichtiger Anforderungspunkt auch bei der Beurteilung der EZB-Aktivitäten; keinesfalls soll die EZB dem Zerfallen des Euro-Finanzmarktes in renationalisierte segmentierte Finanzmärkte zuschauen: ein Prozess, der gerade in 2012 sichtbar wird.
- Soll die EZB nun also Staatsanleihen von Italien und Spanien unter bestimmten Bedingungen ankaufen? Soll die EZB das ihr Mögliche tun, um wieder selbst in der Geldpolitik handlungsfähig zu werden? Sicherlich und hoffentlich im Rahmen einer problemgerechten Strategie. Eine solche liegt nur dann vor, wenn man die drei miteinander verbundenen Probleme Staatsfinanzierungskrise, Bankeninstabilität und Konjunkturabschwung in der Eurozone gleichzeitig entgegentritt. Am einfachsten

wäre es nun, wenn die EZB – durchaus eine Innovation – selbst EZB-Euro-Anleihen ausgibt, um damit nationale Anleihen verschiedener Laufzeiten aller Euro-Mitgliedsländer anzukaufen: bis zu etwa 30% des Bruttoinlandsproduktes der Eurozone. Damit entstünde sofort ein liquider Anleihemarkt bzw. ein Impuls zur Wiederbelebung des Euro-Finanzbinnenmarktes und die Entwicklung solcher Eurobonds-Märkte kann durchaus als Teil des EZB-Mandates gesehen werden; denn nun besteht ab sofort wieder zumindest für ein Teilssegment des Staatsanleihenmarktes ein einheitlicher Zinssatz bzw. Referenzzins und schon funktioniert die Geldpolitik wieder deutlich besser; ob man seitens der EZB die Umtauschaktion EZB-Euro-Bonds gegen nationale Euro-Staatsanleihen ggf. auch bis zu 50% des Bruttoinlandsproduktes für Euro-Länder mit einer Schuldenquote von über 60% und bis zu 59,9% für Euro-Länder unter dem 60%-Schwellenwert realisieren sollte, bleibt zu prüfen. Außerdem ist mit der Einführung von EZB-Eurobonds den Banken geholfen, die nach der Austauschaktion erstmals seit 2010 wieder eine risikolose Anleihe im Bestand haben, was die Kapitalkosten senkt und zu erhöhter Kreditvergabe an die Unternehmen in allen Euroländern führt: Die Rezession wird überwunden. Wenn man allen Euro-Länder erlaubte, eine Neuverschuldung bis zu 0,5% des Bruttoinlandsproduktes mit besicherten Eurobonds zu machen, dann wäre auch das sinnvoll. Bei der Frage nach einer Transferunion ist zu unterscheiden, ob systematisch – z.B. jedes Jahr – Transfers von Ländergruppe X an die Ländergruppe Y fließen; jenseits eines Transfers, der an bestimmte Situationen gebunden ist, man denke an eine Rezession, wird man dies kaum wünschen. Davon zu unterscheiden ist allerdings die Frage, ob über Staatsschulden finanzierte europäische Infrastrukturprojekte unsystematische Transfers zugunsten einiger Länder in manchen Jahren bringen; solche Transfers, die durch objektive Projektgegebenheiten bedingt sind, können als im gemeinschaftlichen Interesse gelten – man denke etwa an ein EU-Projekt für Solarstrom in sonnenreichen südlichen Ländern, was ja nur vernünftig wäre, während in allen EU-Ländern gleichviel in Solarstromprojekte zu investieren ökonomisch nicht optimal wäre bzw. eine Verschwendung von Ressourcen darstellte. Ob gemeinschaftliche Euro-Anleihen für EU-Projekte eine Art Transfer zugunsten bonitätsschwacher Länder bringen, ist von daher nicht wirklich wichtig; sich über solche Nebeneffekte beklagen zu wollen, ist ungefähr so sinnvoll, wie eine auf die USA gemünzte klagende Feststellung, dass ein vom US-Bundesstaat in Kalifornien errichteter Staudamm, der mit Bundesanleihen finanziert wird, einen problematischen Transfer bzw. eine Art Subventionierung für Kalifornien bedeutet.

- Die hier vorgeschlagene Einführung von Euro-EZB-Anleihen sollte man unter der Bedingung durchführen, dass erstens alle Euro-Finanzministerien dieselbe Software einführen und die Europäische Kommission künftig dann die Möglichkeit hat, in Echtzeit in Planung und Vollzug der nationale Budgets zu schauen – eine Wiederholung des politischen Betrugs von Griechenland in Sachen Defizitquote, also man im Wahljahr 2009 4% an die Kommission meldete, aber 15,6% realisierte, ist dann unmöglich. Bedingung Nr. 2 sollte sein, dass die beteiligten Länder sich verpflichten, im Boom einen Haushaltsüberschuss zu realisieren, wobei Nichteinhaltung dieser Regel zu einer automatisierten Strafzahlung führt: im Boom ja auch politisch durchsetzbar. Der Sinn der Regel ist es, den Zeitpfad der Defizitquote insgesamt nach oben bzw. Richtung mittelfristig ausgeglichenen Haushalt zu ziehen,

was ja schon im Stabilitäts- und Wachstumspakt der Eurozone so schön als Ziel formuliert war. Man hätte mit der Schaffung solcher EZB-Euro-Anleihen dann auch einen Ansatzpunkt, um ähnlich wie in den USA und dem Vereinigten Königreich dann Quantitative Easing bzw. expansive Geldpolitik über den Ankauf von Staatsanleihen zu realisieren; und zwar ohne große Inflationsgefahren. Die EZB sollte also allenfalls kurzfristig in überschaubarem Rahmen Anleihen von Italien und Spanien ankaufen, der Hauptansatzpunkt sollte die Schaffung von EZB-Euro-Anleihen sein, womit dann die EZB faktisch die Anleihen aller Mitgliedsländer der Eurozone ankauft.

- Mit der Rückkehr Irlands an den Kapitalmarkt im Juli 2012 ist ein erstes Entspannungssignal für die Eurozone entstanden; die Politikmaßnahmen in Irland haben zur Minderung der Defizitquote und der Leistungsbilanzquote beigetragen, wobei eine Kombination aus Lohnzurückhaltung und Produktivitätssteigerung in Verbindung mit der Rezession 2008-2010 zur Verbesserung der Leistungsbilanzposition beigetragen hat. Auch gibt es Fortschritte bei Portugal, Italien und Spanien in einigen Politikbereichen festzustellen. Keineswegs aber kann man in 2012 feststellen, dass die Krise der Eurozone überwunden ist. Erstens gibt es eine weiter erhöhte Zahl von internationalen Consulting-Firmen, die ein Euro-Zerfalls-Szenario bzw. eine Doppelkrise Spanien-Italien durchrechnen und wenn solche Szenarien Tausenden Industriekunden weltweit zugestellt werden, kann das die Erwartungen vieler Marktakteure negativ beeinflussen bzw. letztlich die Zinssätze für die genannten Länder tatsächlich wieder nach oben treiben. Zweitens bedeutet die sich zeitweise verschärfende Rezession im Euro-Raum, dass eine weitere Welle von Rating-Herabstufungen für Länder der Eurozone droht. Drittens droht mittelfristig eine Herabstufung beim Rating der USA, das einen globalen Bezugspunkt für alle Länderratings darstellt – Standard & Poor's hat mit einer Herabstufung in 2012 gedroht und hatte auch in der Tat im August 2011 zum ersten Mal seit Jahrzehnten die USA von der Top-Ratingnote AAA auf AA+ heruntergestuft. Eine Rating-Verschlechterung bei den USA droht dann auch zu einer Welle von Herabstufungen in der Eurozone zu führen. Wenn dann etwa Spanien die Investorgrad-Qualität verlieren sollte, werden massenhafte Verkäufe von Spanien-Anleihen erfolgen, der Zinssatz stark ansteigen und möglicherweise dann eine Doppelkrise Spanien-Italien entstehen. Viertens kann die Eurozone nicht sinnvoll als einen Dauer-Zitterpartie organisiert werden. Es braucht umfassender neuer Strukturen für die Eurozone.
- In einem weiteren politischen Schritt, den eine große Gruppe von Euro-Ländern – vermutlich ohne Irland, dem man nicht die Blockadeoption einer Volksabstimmung gegen den Willen aller Befürworterländer der Euro-Politikunion geben sollte – diskutieren und realisieren könnte, wäre eine politische Euro-Union zu gründen. Ihr könnten längerfristig die EZB-Anleihen übertragen werden, wobei die Nationalstaaten auf diese Weise faktisch Schulden in Höhe von 30% des Bruttoinlandsproduktes auf die supranationale Ebene gehievt hätten; jedenfalls wenn den die neue supranationale Ebene Eigentümer der EZB würde, was dem Umwandlungsschritt in der Bundesrepublik Deutschland von 1957 entspräche, als die Bank deutscher Länder zur Deutschen Bundesbank umfirmierte. Die supranationale Politikebene müsste künftig dann für Staatsausgaben von mindestens 4% des Bruttoinlandsproduktes der Eurozone stehen, wobei etwa 1% aus der Fortführung bisherigen Aufgaben käme, 1% aus der Übernahme von öffentlichen Investitionen – hier werden also Ausgaben von der

nationalen Ebene auf die supranationale Politikebene verlagert -, etwa 1,5% für Verteidigungsausgaben sowie etwa 1% für Zinsausgaben. Mit einer Staatsverbrauchsquote von rund 4% hätte die supranationale Politikebene genügend Spielraum, um im Wesentlichen künftig dann auch exklusiv die Konjunkturpolitik zu übernehmen. Allerdings müsste die supranationale Ebene auch eine eigene Steuer erheben, denn sonst kann kein niedriger Zinssatz auf „echte“ supranationale Euro-Anleihen erwartet werden. Ein niedriger Zins ist dann zu erwarten, wenn die Geldpolitik stabilitätsorientiert ist, der zuständige Haushalt jederzeit notwendige Mittel zur Zahlung von Zinsausgaben und Tilgungen aufbringen kann und wenn die Zentralbank auch grundsätzlich als „Finanzierungsinstanz letzter Instanz“ – als lender of last resort – bereit steht, wie es in den USA oder Großbritannien der Fall ist. Jeder Inhaber etwa von US-Anleihen, weiß ohne Wenn und Aber, dass er Zinszahlungen und Tilgungen immer wie versprochen erhalten wird; natürlich weiß man als Käufer eine US-Bundesanleihe nicht, welchem Realzins die gezahlten Zinszahlungen entsprechen – also wieviel US-Güter man sich pro Dollar denn wird kaufen können.

Die dauerhaften Vorteile einer funktionsfähigen Euro-Währungsunion sind hoch. Denn es geht um etwa 1% des Bruttoinlandsproduktes der Eurozone: 94 Mrd. € wenn man 2011 als Bezugspunkt nimmt – wie der Autor in seiner Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages am 9. Mai in Berlin in einer Stellungnahme vorgetragen hat. Ein erheblicher Teil der ökonomischen Vorteile, rund die Hälfte, rührt aus der internationalen Reservewährungsposition des Euro: Ausländische Zentralbanken halten den Euro bzw. in Euro denominierte Wertpapiere mit relativ niedrigem Zinssatz; dieser liegt deutlich unter der weltweiten Kapitalrendite und das läuft darauf hinaus, dass die Bürgerinnen und Bürger der Eurozone einen Nettogüterimport in Höhe von etwa 0,5 % des Bruttoinlandsproduktes aus dem Euro-Ausland importieren können, ohne wirklich dafür mit eigener Güterproduktion zu bezahlen. Hier ist der Euro in einer ähnlichen Position wie der US-Dollar. Auch bringt der Euro Einsparungen an Transaktionskosten und sorgt in der Regel für einen intensivierten Wettbewerb in integrierten Güter- und Finanzmärkten. Alle Vorteile des Euro zusammen ergibt – wie im Finanzausschuss dargelegt -, dass pro Einwohner der Eurozone etwa 280 € pro Jahr bzw. für eine vierköpfige Familie ist der Vorteil bei 1140 € pro Jahr. Zu 3% kapitalisiert, ist der Wert des Euro für eine solche Familie 38 000 €. Die Bürgerinnen und Bürger der Eurozone bzw. der EU erwarten, dass jeder zuständige Politikakteur seinen Beitrag leistet, damit die Euro-Krise überwunden und die Euro-Vorteile für alle realisiert werden können. Während manche Kritiker der EZB meinen, es geht bei der Euro-Stabilisierung vor allem um das Mandat der EZB, so geht es doch in Wahrheit um sehr viel mehr. Es geht um die Frage, ob europäische Länder im globalen Wettbewerb der Wirtschaftssysteme die Soziale Marktwirtschaft in einem funktionsfähigen Binnenmarkt mit Währungsunion erfolgreich und vorbildlich umsetzen. Es gibt nicht nur den Integrationsraum EU, sondern auch in Lateinamerika den MERCOSUR, in Asien über 550 Millionen Menschen in der ASEAN und noch eine Reihe weiterer regionaler Integrationsräume. Die EZB, die Regierungen der Euro-Länder bzw. der EU-Länder und die Europäische Kommission haben eine europäische und eine globale Verantwortung. Im Übrigen ist es schon merkwürdig, dass die Eurozone einen höheren Realzinssatz aufweist als die USA oder Großbritannien, deren Zahlen zu Defizitquote und Schuldenquote für 2013 – auf Prognosebasis – schlechter als die Zahlen für die Eurozone sind. Gäbe es ein optimales Zusammenwirken nationaler Reformpolitik, der EZB und der Europäischen Kommission,

dann müsste der Realzins in der Eurozone ähnlich niedrig sein wie in den USA, die Investitionsquote, Wachstums und Beschäftigung wären dann höher.

Ordnungspolitische Grundsätze sind wichtig, aber für die Krisenüberwindung sollen sie vernünftigerweise notfalls ein wenig im Hintergrund stehen. Auch wenn man ein Haus nach DIN-Normen einst baute, so wird die Feuerwehr bei einem Brand doch nicht anfangen, die Löschaktionen ebenfalls in DIN-Normen zu pressen, dafür sind Brände zu komplex und zu gefährlich. Es mangelt bestimmten Akteuren in der EU bzw. der EZB und den nationalen Notenbanken teilweise an Realitätssinn, manchem an Verantwortungsbewusstsein. Vermutlich werden die pragmatischen Helden der Feuerwehr eher selten für ihre energische und mutige Brandbekämpfung geehrt. Jeder Feuerwehrmann weiß, dass man Häuser sinnvollerweise brandsicher bauen sollte und der Brandwehr-Meister kann ganze Vorträge über ordnungsgemäßes Bauen und Brandvorsorge halten. Ein wahrer Meister aber ist der, der die guten Regeln kennt und in Normalzeiten auch jedem Bauherrn und jeder Baufrau diese dringend zu beachten empfiehlt und sich im Brandnotfall dann einfach nur auf das Naheliegende konzentriert: Menschenleben zu retten und den Brand zu löschen. Es ist unglaublich, mit welcher Zeitlupen-Manier Berlin die Bekämpfung der Euro-Krise angeht, die doch rasches energisches Handeln verlangt.

Es mangelt im Kanzleramt sichtbar an ökonomischer Kompetenz, wenn es um die Euro-Krisenanalyse und die Entwicklung sinnvoller Handlungsoptionen geht. Wie einmal ein ökonomischer Chefberater aus der US-Regierung zu mir mit Blick auf das atemberaubende Tempo des Euro-Krisenmanagements sagte – wenn das so zeitlupenhaft weitergeht, wird es in Tränen enden. Auf dem US-Dollar steht als Motto *In God we trust*; vielleicht möchte mancher in Berlin auch ein passendes Motto für die Euro-Scheine zum Aufdruck vorschlagen *We wait for Godot – always*.

Verantwortung in der Politik verlangt nach einem realistischen Zeitbezug von Interventionen, es bleibt unverändert notwendig, dass Krisenländer Strukturreformen durchführen und in diesem Sinn kann die Krise etwas Positives am Ende für die EU und die Währungsunion bewirken. Aber der besondere Charakter der Krise legt auch nahe, dass die EZB ihren besonderen Spielraum und ihre hohe Reputation mit Politikinnovationen umsetzt und dabei umfassende Unterstützung durch die Regierungen der Eurozone, die Europäische Kommission und das Europäische Parlament erhält. Preisniveaustabilität in der Eurozone ist kein isoliertes Ziel, vielmehr gibt es auch einen volkswirtschaftlichen Systemzusammenhang, der zu beachten ist; je glaubwürdiger die Euro-Institutionen und je unzweifelhafter der Zusammenhalt der Währungsunion, desto höher die Politikeffizienz und desto geringer die Kosten der Krisenbekämpfung. Die politische Legitimation für neuartige Maßnahmen ist durchaus mobilisierbar und andere Zentralbanken – in Asien – haben auch schon eigene Anleihen im Markt platziert. Eine Euro-Währungsunion, deren Fundamentaldaten besser als die der USA und Großbritanniens sind, sollte in der Lage sein, das Positive an Reformweichenstellungen, ersten Erfolgen und Fähigkeit zu energischem Krisenmanagement den Marktakteuren glaubhaft zu kommunizieren. Die großen ökonomischen Vorteile (s. Anhang) einer funktionsfähigen Eurozone bzw. des Euros sind eine exzellente Begründung, sich für die Stabilisierung der Eurozone nachhaltig und klug einzusetzen.

Tabelle 1: 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/EIIW an der Bergischen Universität Wuppertal, Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages, 9.5.2012