

Das Euro-Paradox

Stabiler Außenwert trotz innerer Krise

ULF MEYER-RIX
Februar 2012

Die schlechte Nachricht zu Jahresbeginn 2012 lautet: Die Krise der Eurozone geht ungebremst in ihr drittes Jahr. Die gute Nachricht lautet: Der Euro selbst hat die ersten beiden Krisenjahre recht gut überstanden. Dieser paradoxe Lagebefund provoziert Fragen: Passen diese Nachrichten überhaupt zusammen? Und: Kann der Euro auch ein weiteres Krisenjahr so glimpflich überstehen?

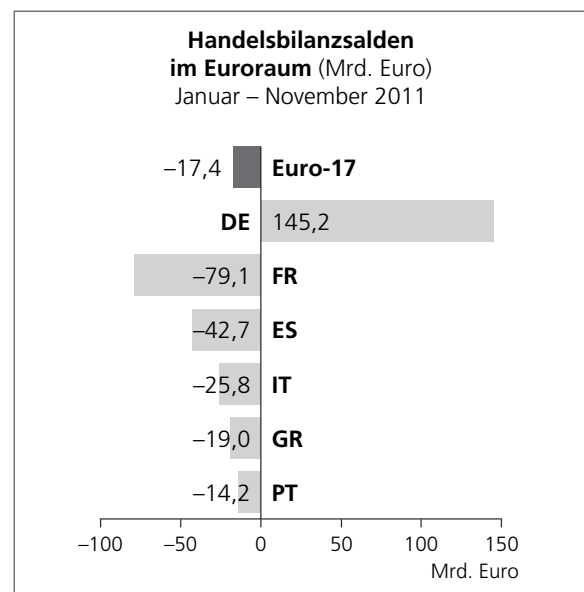
Noch immer im Gleichgewicht: Die Eurozone als Ganzes

Die Antwort auf die erste Frage fällt recht leicht und lautet: Durchaus! Denn es kommt wie immer darauf an, wie man die Probleme betrachtet.

Schaut man auf das gemeinsame Währungsgebiet als Ganzes, so erklärt sich die Stabilität des Euro quasi von selbst: Außenwirtschaftlich bleibt die Eurozone, wie auch in den Vorjahren, in etwa im Gleichgewicht. Die Inflationsrate im Euroraum lag 2011 mit 2,7 Prozent zwar über dem Zwei-Prozent-Ziel der EZB, aber zugleich deutlich niedriger als etwa in den USA, China oder dem Vereinigten Königreich. Zudem verbuchte die Eurozone 2011 ein reales Wachstum von ca. 1,6 Prozent – nahezu gleichauf mit den USA. Beide Wirtschaftsräume wuchsen zwar wieder wesentlich langsamer als die asiatischen Boomländer. China verhindert jedoch zum Schutz seiner Exporteure administrativ eine entsprechende Anpassung des Wechselkurses seiner Währung an den US-Dollar und im Windschatten dieser Politik bleibt folglich auch der Kurs des Euro stabil.

Tief gespalten: Die Eurozone im Innern

Das Krisenszenario in der Eurozone, das die Welt seit nunmehr zwei vollen Jahren in Atem hält, entfaltet sich erst – und solange – man die Mitgliedsländer als Einzelne betrachtet. Dann öffnet sich der Abgrund der Ungleichgewichte, die die finanzielle und politische Architektur des gemeinsamen Währungsraums von innen her zu sprengen drohen: Die in etwa ausgeglichene Außenbilanz der Eurozone zerfällt dann in einen riesigen und ständig weiter wachsenden Exportüberschuss Deutschlands einerseits und große Defizite der südlichen Euroländer und Frankreichs andererseits (siehe Grafik) – dies ist auch ein Abbild der ungleichen Entwicklung der Lohnstückkosten innerhalb des Euroraums im letzten Jahrzehnt.



Quelle: Eurostat

Ein vergleichbares Bild zeigt sich bei den Wachstumsraten und der Beschäftigung: Während Deutschland seit Mitte 2009 mit kräftigem, zunächst exportgestütztem, zuletzt aber auch vom Binnenkonsum getragenen Wachstum den Produktionsausfall aus der Zeit der Weltrezession 2008/2009 mehr als ausgleichen konnte, blieb das Wachstum in den Euro-Südstaaten, aber auch in Frankreich spürbar zurück. Sie konnten mangels internationaler Wettbewerbsfähigkeit nicht von der weltwirtschaftlichen Erholung im Gefolge der großen Rezession profitieren. Die Hauptkrisenländer Griechenland und Portugal befinden sich inzwischen sogar in selbstverstärkenden Rezessionsspiralen, in Spanien und Italien droht 2012 nach umfänglichen Sparmaßnahmen der neuen Regierungen dasselbe Szenario. Während sich in den Krisenländern die Arbeitslosigkeit von Monat zu Monat verschärft, werden in Deutschland und anderen Staaten im Norden des Euroraums sinkende und deutlich unter dem Durchschnitt des Währungsgebiets liegende Arbeitslosenquoten gemessen.

Diese enormen Ungleichgewichte finden natürlich ihren Niederschlag auch in den Staatshaushalten der Euro-Mitgliedsländer. Während der bis 2011 wachstumsstarke Norden des gemeinsamen Wirtschaftsraums, also insbesondere Deutschland, die rezessionsbedingt stark angeschwollenen Defizite der Jahre 2009 und 2010 deutlich zurückfahren konnte, gelang dies den wachstumsschwächeren Partnern nicht. Letztere starten mit einer gefährlichen Mischung aus negativen Wachstumsraten und hohen Staatsdefiziten ins Jahr 2012.

Instabiler Bankensektor: Die finanzielle Dimension der Krise

Diese Mischung führt zu einer anhaltenden Destabilisierung des europäischen Bankensystems. Weil die Banken jeweils große Bestände an Staatsanleihen ihrer Heimatländer halten, ist das Vertrauen infolge der gewachsenen Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsschulden in den südlichen Ländern der Eurozone ohnehin stark angegriffen. Jetzt kommt noch die Furcht vor einem massiven Anstieg rezessionsbedingter Kreditausfälle im Privatsektor hinzu, der in Ländern wie Griechenland und Spanien längst Realität geworden ist.

Das Ergebnis: Der Interbankenmarkt ist, wie unmittelbar nach der Lehman-Pleite im Herbst 2008, nahezu aus-

getrocknet; die Liquiditätsversorgung der Banken kann allein durch das Zentralbanksystem noch sichergestellt werden. Dieser Befund ist gleichsam die finanzielle Kehrseite der eingangs beschriebenen paradoxen Lage der Eurozone mit äußerer Stabilität bei massiven internen Verwerfungen. Finanziell betrachtet ist die Krise der Eurozone ein Zusammenbruch der Transmission durch das Bankensystem. Die insgesamt eigentlich ausreichend vorhandenen privaten Ersparnisse innerhalb der Eurozone werden wegen des massiven gegenseitigen Vertrauensverlustes der Akteure nicht mehr über den Finanzmarkt zur Abdeckung der Staats- und Leistungsbilanzdefizite in den südlichen Ländern bereitgestellt. Dieser Vertrauenskollaps an den Märkten führt zu teilweise bizarren Entwicklungen: So konnte Deutschland kürzlich erstmals einen negativen Zins für seine Staatsverschuldung am Markt durchsetzen. Die Anleger zahlten eine Prämie dafür, deutsche Staatspapiere kaufen zu dürfen.

Die Europäische Zentralbank gleicht dieses Marktversagen nur zum Teil aus. Mit ihren Käufen auf den Anleihesekundärmärkten hat sie für die Krisenländer im Euroraum eine faktische Zinsobergrenze von rund sieben Prozent sichergestellt. Länder, die diese Zinshöhe aber kurz- oder mittelfristig nicht tragen können, müssen hingegen von den Partnern gerettet werden. Die am Ende gescheiterte Hauptbemühung der europäischen Regierungen im zweiten Halbjahr 2011 galt daher dem Versuch, den ursprünglich nur für die kleineren Krisenländer wie Griechenland, Portugal und Irland konzipierten Rettungsfonds EFSF so zu vergrößern, dass notfalls auch größere Staaten wie Spanien oder Italien zumindest für eine kurze Zeit aufgefangen werden können. Nun ist geplant, den permanenten Rettungsschirm ESM bereits Mitte 2012 in Kraft zu setzen, um dieses Ziel zu gewährleisten. Die ersten Monate des neuen Jahres werden so zu einem Wettlauf mit der Zeit, denn gerade jetzt haben die großen Krisenländer Italien und Spanien einen enormen Refinanzierungsbedarf – ein Wettlauf also zwischen den ESM-Konstrukteuren in der Politik und den Akteuren an den Finanzmärkten.

Angesichts dieses sich erneut zuspitzenden Wettlaufs zwischen der Politik und den Marktakteuren rückt die zweite der Anfangsfragen zum Jahresbeginn 2012 nun wieder mit Macht in den Fokus: Kann der Euro, kann die Währungsunion selbst noch ein weiteres Krisenjahr überstehen? Und hier lautet die Antwort: Es wird zusehends schwieriger!

Dabei ergibt sich dieser Befund nur zum Teil aus der empirischen Beobachtung, dass der Eurokurs im letzten halben Jahr dann doch um etwa 15 Prozent gegenüber dem US-Dollar nachgegeben hat und viele Beobachter an den Finanzmärkten zumindest für den Jahresverlauf 2012 aufgrund der verkleinerten Zinsdifferenz sowie der sich vergrößernden Wachstumsdifferenz weiteres Abwärts-potenzial für den Euro sehen.

Verfehlte Anti-Krisenpolitik vergrößert die Ungleichgewichte

Deutlich schwerer wiegt der Befund, dass die Anti-Krisenpolitik der Europäischen Regierungen und der EZB der komplexen Natur der internen Verwerfungen im gemeinsamen Währungsraum überhaupt nicht gerecht wird, wobei die undifferenzierte Verordnung von Spardiktaten ganz offenkundig die Ungleichgewichte zwischen den einzelnen Euroländern immer weiter vergrößert und gleichzeitig nichts dafür tut, die finanzielle Transmission im Euroraum wieder herzustellen. Kann dieser Prozess des Auseinanderdriftens nicht schnell und entschlossen gestoppt und umgekehrt werden, wird das Vertrauen in die gemeinsame Währung schwinden und ihr Kurs spürbar weiter fallen.

Dabei hat die Krise dieses Auseinanderdriften keineswegs erst ausgelöst, sondern sie hat diese Entwicklung akzentuiert und ins Bewusstsein der Marktakteure gebracht. Denn trotz des gemeinsamen Daches der einheitlichen Währung haben sich die einzelnen Volkswirtschaften der Eurozone keineswegs im Verlauf des letzten Jahrzehnts strukturell einander angeglichen, sondern eher polarisiert. Bezeichnend für diesen denkwürdigen Prozess ist beispielsweise die Tatsache, dass der Anteil der Eurozone an den Exporten Deutschlands seit Gründung der Währungsunion kontinuierlich abgenommen hat.

An der Wiege der Währungsunion stand in der wissenschaftlichen Debatte ein Streit zwischen der sogenannten »Krönungstheorie«, deren Anhänger Europa erst nach vollendeter wirtschaftlicher Integration als reif für eine gemeinsame Währung ansahen, und der sogenannten »Konvergenztheorie«. Letztere setzte auf einen von der gemeinsamen Währung erzeugten und durch zusätzliche Stabilitätskriterien gestützten Druck in Richtung einer Vereinheitlichung der Wirtschaftsstrukturen und einer entsprechenden Vertiefung des gemeinsamen Marktes.

Die Krise der Eurozone zeigt: Die gemeinsame Währung und die ausschließlich auf das offizielle Staatsdefizit sowie die Verbraucherpreisentwicklung fokussierten Stabilitätskriterien haben nicht ausgereicht, um eine umfassende Konvergenz der Ökonomien der Eurozone zu veranlassen. Die Wirtschaftsstrukturen innerhalb der Eurozone sind noch immer – und wieder zunehmend – fragmentiert und hinsichtlich der Finanzströme hat die Krise den Binnenmarkt praktisch beseitigt. Die Marktteilnehmer haben das Vertrauen ineinander völlig verloren, die Sicherstellung der Zahlungsströme erfolgt über das System der Zentralbanken. Über den möglichen Ansteckungsweg einer Kreditklemme bedroht jetzt die Funktionsunfähigkeit des Finanzmarkts aber den Binnenmarkt der Realwirtschaft in Europa.

Die von der deutschen Bundesregierung der gesamten Eurozone verordnete Sparpolitik wirkt der Vertrauensbildung zwischen den europäischen Finanzinstituten entgegen, indem sie die Krisenländer immer tiefer in abwärtsgerichtete Rezessions-Defizit-Spiralen drückt und die Ratingagenturen zu immer weiteren Abwertungen der betroffenen Länder zwingt. Diese haben dann wieder eine negative Rückwirkung auf die Bonität der Banken in den betroffenen Ländern, da diese in großem Umfang Staatsanleihen ihrer Heimatländer halten. Dieser Bonitätsverlust behindert den grenzüberschreitenden Finanzverkehr zusätzlich und erhöht die Gefahr einer Kreditklemme. Der Binnenmarkt gerät so weiter in den Zangengriff.

Die Flutung der europäischen Banken mit Zentralbankliquidität im Dezember 2011 hat zwar noch einmal zusätzlichen Raum für die Fortsetzung dieser verfehlten Politik geschaffen, an ihrer grundsätzlichen krisenverschärfenden Wirkung ändert dies allerdings nichts.

Politische Kernaufgabe: Funktion und Stabilität des Finanzsektors wieder herstellen

Aufgabe einer verantwortungsvollen europäischen Politik wäre es hingegen, dafür zu sorgen, dass das Vertrauen im europäischen Interbankenmarkt wieder aufgebaut und so die finanzielle Dimension des Binnenmarktes langsam wieder aus ihrer Erstarrung befreit wird. Dazu wird es zumindest vorübergehend einer glaubwürdigen

Garantie für die Zahlungsfähigkeit der Krisenstaaten bedürfen.

Ob die von den Regierungen inzwischen geplante Vorziehung des ESM diese Aufgabe allein leisten kann, ist – insbesondere nach der zwischenzeitlichen Bonitätsabwertung auch für den vorläufigen Rettungsmechanismus EFSF – zumindest zweifelhaft. Eine vorübergehende explizite Gemeinschaftshaftung etwa im Rahmen eines Schuldentilgungsfonds, wie ihn der deutsche Sachverständigenrat vorgeschlagen hat, oder aber eine zusätzliche Ausstattung des ESM mit einer Refinanzierungsmöglichkeit bei der EZB wären da mit Sicherheit ein sehr viel klarerer Schritt.

Wer gleichwohl Angst vor einer Einbeziehung der EZB in eine solche Garantievergabe hat, weil er um die Unabhängigkeit der Notenbank fürchtet, der muss andererseits aber auch bedenken, dass die immer weitergehende Bilanzverlängerung der Zentralbank neue Abhängigkeiten für diese schafft – nicht von den Staaten, wohl aber von zukünftigen Marktentwicklungen. In der Frage des griechischen Schuldenschnitts hat dieses Problem inzwischen offenbar Diskussionen im Rat der EZB ausgelöst. Eine Geldpolitik, die nur noch mit Rücksicht auf die Rückwirkungen auf die EZB-Bilanz betrieben würde, wäre ebenso wenig unabhängig wie eine, die sich bedenkenlos in den Dienst einer unbegrenzten Staatsfinanzierung stellte.

Eine Wiederbelebung des Interbankenmarktes und ein Abbau der immensen Risikopuffer der Institute bei der EZB sind der erste notwendige Schritt auf dem Weg, die in der Eurozone insgesamt ja unstreitig vorhandenen finanziellen und realwirtschaftlichen Ressourcen in den Dienst einer gemeinschaftlichen Krisenüberwindung zu stellen. Nur so kann die Finanzierung der dringend erforderlichen, gezielt auf eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit auszurichtende Investitionspolitik in den südlichen Ländern der Eurozone durch den Rückgriff auf einen privaten Kapitalfluss aus den Überschussländern im

Norden geschehen. Eine nur durch eine erneute Ausweitung von Staatsschulden mögliche öffentliche Investitionsoffensive ist dazu ebenso wenig eine Alternative wie das Warten auf die Hilfe von reichen Investoren aus Asien oder anderen Schwellenländern. Ersteres untergräbt das ökonomische Fundament Europas noch weiter, letzteres untergräbt seine politische Freiheit.

Die Krise hat offen gelegt, dass in einem gemeinsamen Wirtschafts- und Währungsraum die Finanzmarktstabilität ein unverzichtbares öffentliches Gut ist. Und sie hat gezeigt, dass nicht nur unverantwortliches staatliches Ausgabeverhalten, sondern auch unverantwortliche private Spekulation in einzelnen Mitgliedstaaten dieses gemeinsame Gut bedrohen können – und mit ihm das gesamte Gemeinschaftsprojekt.

Die Sicherung dieses Gemeinschaftsgutes gegen den Missbrauch der Marktfreiheiten durch einzelne Akteure, seien sie staatlich oder privat, verlangt nach einem klaren Rechtsrahmen und funktionsfähigen demokratisch legitimierten Organen. Wenn die Mitgliedstaaten der Währungsunion die Regulierung der privaten Finanzmärkte nicht endlich als ebenso wichtige und dringende Aufgabe der Politik wie die Durchsetzung fiskalischer Disziplin anerkennen und durchsetzen, wird der Fehler des ursprünglichen Maastricht-Konzepts wiederholt: Blindheit gegenüber möglichem privaten Marktversagen riskiert die Stabilität der gesamten finanziellen Dimension der Gemeinschaft und in der Folge die Zukunft des gesamten gemeinsamen Projekts.

Soll die gemeinsame Währung eine Zukunft haben, dann braucht es eine erkennbare Richtungsänderung in der Anti-Krisenpolitik der Eurozone. Anstatt die mit ihren Defiziten kämpfenden Mitgliedstaaten im Süden der Eurozone immer weiter auf eine von ihnen nicht zu leistende Selbsthilfe zu verweisen, muss der Ehrgeiz darauf gelenkt werden, endlich alle in der Gemeinschaft vorhandenen Ressourcen zum Ausgleich der am Grund der Krise liegenden Ungleichgewichte zu mobilisieren.

ISBN 978-3-86498-067-1

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Über den Autor

Ulf Meyer-Rix ist stellvertretender Leiter der Planungsgruppe der SPD-Bundestagsfraktion.