

A stylized map of Europe composed of a grid of grey dots, with several dots highlighted in red to represent specific countries or regions.

Die Währungsunion in der Krise

Wieso wir nur gemeinsam wieder herauskommen

LOTHAR MENTEL, AXEL SCHÄFER

Juli 2012

- Die Bundesregierung hat sich in den vergangenen Monaten mit ihrer einseitigen Fixierung auf die Kürzung öffentlicher Haushalte und der Ablehnung weitergehender Instrumente wie Stabilitätsanleihen, einem Schuldentilgungsfonds oder einer veränderten Rolle der Europäischen Zentralbank (EZB) an den Rand der Gemeinschaft manövriert und steht damit in Gefahr, sich mittelfristig genauso zu isolieren, wie die britische Regierung es getan hat.
- Deutschland ist das einzige Land, das bislang von der Krise profitiert und auf einer soliden ökonomischen Basis steht. Die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Währungsunion ist jedoch real. Neben verheerenden politischen Folgen wäre dies auch für die exportorientierte deutsche Wirtschaft, die 40 Prozent ihrer Güter innerhalb der Eurozone absetzt, nichts weniger als eine Katastrophe.
- Die Geschichte Europas hat gezeigt, dass Krisen oftmals als Anlass dafür dienen, die Gemeinschaft auch strukturell entscheidend weiterzuentwickeln. Die europäischen Staatenlenker haben derzeit die Möglichkeit, sich ein weiteres Mal als erfolgreiche Krisenmanager zu erweisen, wenn sie begreifen, dass sie gemeinsam wesentlich stärker sind als die Summe ihrer Mitglieder.
- Eine gemeinsame Währung ist für einen länderübergreifenden Wirtschaftsraum eine hervorragende Einrichtung, die allen Mitgliedern erhebliche Vorteile bringt. Dies galt bis vor wenigen Jahren – und gilt in weiten Teilen immer noch – auch für die Eurozone. Die Währungsunion befindet sich jedoch in einer tiefen Krise. Es ist Gegenstand politischen Streits, welche Maßnahmen zu treffen sind, um eine neuerliche tiefe Finanzkrise und eine damit verbundene Wirtschaftskrise zu verhindern.



Inhalt

Die Struktur der bisherigen Währungsunion.	3
Weshalb die Strukturschwächen in der Vergangenheit zunächst irrelevant blieben. . .	3
Der realwirtschaftliche Hintergrund des Schuldenbergs der Krisenstaaten.	3
Warum die globale Finanzkrise 2008/2009 die Schwächen bloß legte	4
Der falsche Lösungsansatz, der die Krise ausweitete.	5
Die Diskussion weiterführender Lösungsansätze	6
Kurzfristig notwendige und langfristig sinnvolle Maßnahmen.	7
Wie soll es weitergehen?	8

Die Struktur der bisherigen Währungsunion

Um beurteilen zu können, welche Wege aus der Krise führen, ist es zunächst hilfreich, sich einige Strukturmerkmale der Währungsunion vor Augen zu führen.

1. Die Mitglieder der Europäischen Währungsunion haben ihre eigenständige Währungspolitik freiwillig aufgeben und sich der EZB unterstellt.
2. Sie mussten sich verpflichten, ihre jährlichen Staatsdefizite zu begrenzen, damit nicht ein Land durch Überschuldung die gesamte Union aus dem monetären und fiskalischen Gleichgewicht bringt. Diese zweite Regel war als Ersatz für eine Fiskalunion vorgesehen, bei der wie beispielsweise in den USA alle Staaten einem gemeinsamen, staatenübergreifenden Haushalt unterstehen. Solch ein gemeinsamer, zentraler Staatshaushalt ist normalerweise Voraussetzung für eine solide Währungsunion, aber so viel von ihrer Souveränität wollten die Eurozonen-Länder dann auch wieder nicht für die gemeinsame Währung aufgeben beziehungsweise miteinander teilen.
3. Der EZB ist es untersagt, unmittelbar als der klassische Kreditgeber letzter Instanz (*lender of last resort*) gegenüber Euro-Mitgliedsländern zu agieren. Dies mindert zwar Inflationsrisiken durch ausuferndes Geldmengenwachstum von Seiten der Zentralbank, nimmt aber der Eurozone auch einen in Vertrauenskrisen sehr wichtigen Interventionsmechanismus. In den USA hat diese Form der aggressiven, temporären Geldmengenlockerung jedenfalls 2008/2009 geholfen, die Finanzkrise zu entschärfen und die Wirtschaft wieder wachsen zu lassen. Erhöhter Inflationsdruck ist dagegen bisher ausgeblieben.

Weshalb die Strukturschwächen in der Vergangenheit zunächst irrelevant blieben

In konjunkturell guten Zeiten und solange die globale Finanzwelt vor Selbstvertrauen strotzte, waren die strukturellen Schwächen der Währungsunion unerheblich und das Projekt ein voller Erfolg. Der Zusammenschluss verbilligten Kapitals in der gesamten Eurozone kurbelte die Wirtschaft an, weil Unternehmen und Private bei gleicher absoluter Zinslast mehr Geld investieren konnten.

Als die Weltwirtschaft sich Anfang des neuen Jahrtausends erstmals nach Einführung des Euros abschwächte, war es Deutschland, das als eines der ersten Länder mit den Maastricht-Kriterien in Konflikt geriet. Hauptgrund hierfür war, dass es angesichts der Kombination aus Zinslasten der Altschulden der Wiedervereinigung und geringeren Steuereinnahmen aufgrund der schwachen Konjunkturentwicklung seine laufenden Staatsausgaben nur noch decken konnte, indem es sich verschuldete. Konkret: Es nahm mehr Kredite auf, als die Euroregeln erlauben. Um sich an die Höchstgrenze von drei Prozent des BIPs zu halten, hätte Deutschland so massiv auf die Ausgabenbremse treten müssen, dass extreme soziale Härten oder auch Entlassungen im öffentlichen Dienst die Folge gewesen wären. Darüber hinaus hätte der prozyklische Effekt dieser Maßnahmen die wirtschaftliche Lage weiter massiv verschlechtert. Deshalb setzte Deutschland im Einvernehmen mit Frankreich und dem Chef der Eurozone, Jean-Claude Juncker, in Brüssel politisch sanktionierte Ausnahmeregelungen für konjunkturelle Sonderfälle durch.

In den Jahren 2004–2008 verbesserten Produktivitätssteigerungen, Lohnzurückhaltung und eine steigende Weltnachfrage nach deutschen Exportgütern die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produktion so weit, dass die damit verbundenen höheren Steuereinnahmen die Neuverschuldung wieder auf weniger als drei Prozent drückten.

Der realwirtschaftliche Hintergrund des Schuldenbergs der Krisenstaaten

Jetzt zeigt sich, dass nicht nur Deutschland und Frankreich mit der Schuldenbremse haderten – auch Griechenland war außerstande, seine Neuverschuldung zu begrenzen. Die Regierung in Athen beschönigte aber die Lage durch allerlei Tricks und falsche Zahlen, statt um »Nachsicht« zu werben.

Was ebenfalls erst jetzt im Rückblick deutlich wird: Die erhöhte Kreditfinanzierung von Neuinvestitionen hat in vielen EU-Staaten die deutsche Exportkonjunktur deutlich unterstützt, während deutsche Ersparnisse diese Kredite finanzierten. Dabei waren es nicht die öffentlichen Haushalte dieser Staaten, die mehr Schulden aufnahmen, sondern Private. Sie schufen mit dem günstigen Kapital vor allem Wohneigentum. Erst für sich selbst, dann aber immer häufiger auch als Finanzanlage. Banken

beleihen Immobilien deutlich lieber als Investitionsgüter, gelten Häuser doch als bleibende Werte, während Maschinen und Anlagegüter schnell veralten und obsolet werden. Dieser Bauboom war bis 2008 besonders in Portugal und Spanien ausgeprägt. Dort verschuldeten sich Private dem Ausland (vor allem Deutschland!) gegenüber und kauften mit diesem Geld unter anderem deutsche Güter und Maschinen. Die Staatshaushalte dieser Länder selbst waren mit einer Verschuldungsquote, von der Deutschland zu diesem Zeitpunkt nur träumen konnte, hingegen mustergültig. – Es sei hier angemerkt, dass diese Immobiliensonderkonjunktur Griechenland nicht erfasste, hauptsächlich aufgrund der Tatsache, dass es in Griechenland bis heute kein verlässliches Grundbuchsystem gibt, welches zwingende Voraussetzung für Hypothekendarlehen auf Immobilien ist.

Insgesamt jedoch gerieten durch diesen Kredittransfer die innereuropäischen Zahlungsströme aus dem Gleichgewicht. Die Privaten aus den Krisenländern nahmen mehr Kredite im Ausland für den Häuserbau pro Jahr auf, als die Volkswirtschaften ihrer Länder durch Exporte wieder hereinbrachten. Die Menschen in den Ländern in der Mitte und im Norden, allen voran Deutschland, konsumierten und investierten dagegen weniger als sie jedes Jahr sparten und finanzierten so die deutschen Exportüberschüsse. Solche Zahlungsungleichgewichte sind temporär nicht weiter dramatisch, solange die empfangenden Länder das geliehene Kapital dazu nutzen, ihre eigene Wettbewerbsfähigkeit und Produktionskapazität zu steigern, um dann in späteren Jahren wieder mehr Waren in die Kreditorenländer zu exportieren und so die Schulden zu tilgen und die Zahlungsströme wieder umzukehren. Wohnimmobilien gehören nicht zu dieser Form von wettbewerbsfördernden Investitionsgütern. Im Gegenteil: Die Immobiliensonderkonjunktur ließ Löhne und Gehälter so weit ansteigen, dass die Produktionskosten ein solch hohes Niveau erreichten, dass diese Länder mit ihren Exporten international kaum noch wettbewerbsfähig waren.

Warum die globale Finanzkrise 2008/2009 die Schwächen bloß legte

Bis zum Ausbruch der durch die globale Finanzkrise verursachten Weltkonjunkturkrise der Jahre 2008/2009 (die wirtschaftlich gesehen wohl eher eine Weltvertrauenskrise war), schien im Euroraum alles in Ordnung zu sein,

denn die Schaffung von immer neuen Krediten hielt das Konjunkturwachstum auf einem gesunden Level. Die staatliche Neuverschuldung entsprach fast überall den Maastricht-Kriterien und auch die Gesamtverschuldungsquote war nur in wenigen Euroländern ein wirkliches Problem.

Dies sollte sich jedoch mit dem dann folgenden konjunkturellen Einbruch schnell ändern und zwar aus genau denselben Gründen, aus denen bereits Deutschland einige Jahre zuvor in die Klemme geraten war: stark sinkende Steuereinnahmen in Kombination mit rasch steigenden Sozialausgaben aufgrund einsetzender Massenarbeitslosigkeit, ergänzt durch massiven Einsatz öffentlicher Mittel zur Stützung des Finanzsystems. Die Drei-Prozent-Neuverschuldungsgrenze wurde nun von fast allen Euro- und EU-Ländern verletzt. Was die Krise in den Peripherieländern noch zusätzlich verstärkte, war der überproportional große Anteil des Baugewerbes am gesamten Wirtschaftsgeschehen. Wegen der deutlich verteuerten Hypothekenkredite brach die Baukonjunktur zusammen. Durch Exporte konnten diese Verluste nicht ausgeglichen werden, da aufgrund der bereits beschriebenen Zusammenhänge die mangelnde internationale Wettbewerbsfähigkeit einen größeren internationalen Handel verhinderte. Allerdings waren die Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise 2008/2009 auf die Bevölkerung in Europa nicht ganz so schmerzhaft wie beispielsweise in den USA. Kurzarbeitergeld, Arbeitslosenunterstützung und viele weitere Sozialmaßnahmen, die alle letztlich vom Staat getragen wurden, bedeuteten für die Europäer geringere Härten und weniger Kaufkraftausfall als für die Menschen in den USA. Insbesondere die Stabilisierung der Kaufkraft half auch der Wirtschaft, die sich in Europa schneller wieder erholte als in den Vereinigten Staaten.

Bis zu diesem Zeitpunkt sah es so aus, als ob Europa die Krise weitaus kompetenter gemeistert hätte als Amerika. Leider zeigten sich in der nachfolgenden Erholungsphase allerdings die Schwächen des Euro-Währungssystems. Als Griechenland unter einer neuen, sozialdemokratischen Regierung eingestehen musste, dass es deutlich höhere Staatsschulden hatte, als bis dahin zugegeben, konnten sich die ausländischen Gläubiger relativ schnell ausrechnen, dass der griechische Staat große Schwierigkeiten haben würde, die laufenden Zinsen zu bezahlen, geschweige denn den Schuldenberg im Laufe der Zeit abzutragen. Dies lag schlicht und ergreifend an der Tatsache, dass die Steuereinnahmen nicht ausreichend steigen

konnten, um die Zinslast *und* die regulären Staatsausgaben zu tragen. Das Lohnniveau war angesichts der niedrigen Produktivität zudem vielfach zu hoch und die Steuermoral zu schlecht.

Länder außerhalb einer Währungsunion können in einer solchen Situation ihre Währung gegenüber dem Ausland abwerten, um sich so zu sanieren. Dies kann geschehen, indem das Land die Zinsen sehr stark senkt oder aber seine Geldmenge aggressiv ausweitet, indem es mehr Inlandswährung durch die Notenbank generiert. Diese geldpolitische Maßnahme hat zur Folge, dass die Wirtschaft einen Wettbewerbsschub erhält, da ihre Güter nun im Ausland billiger und damit wettbewerbsfähiger sind – die Steuereinnahmen steigen. Gleichzeitig aber setzt auch Inflation ein, denn Importe werden im Gegenzug teurer und das Geldmengenwachstum fördert allgemeine Preis- und Lohnsteigerungen. Durch diese Inflation verringern sich jedoch die Staatsschulden, die ja nun nicht mehr so viel wert sind. Bis zu einem gewissen Maß haben die USA und auch Großbritannien diesen einfachen volkswirtschaftlichen Mechanismus genutzt und ihre Fähigkeit, ihre Schulden zu bedienen und zu bezahlen, dadurch verbessert. Griechenland konnte aufgrund der gemeinsamen Währung diesen Weg nicht gehen. Starkes Wirtschaftswachstum, gepaart mit Ausgabendisziplin, Strukturreformen und Steuermoral war deshalb der einzige Weg, auf dem sich Griechenland sanieren konnte. Der griechische Staat war jedoch bereits zu hoch verschuldet, um wie früher fördernd in die Wirtschaft einzugreifen. Zudem fehlte es an einer realwirtschaftlichen Basis für einen Aufschwung und die Reformbereitschaft in Politik, Verwaltung und Zivilgesellschaft ließ vielfach zu wünschen übrig. Daraus folgte, dass immer mehr Gläubiger keinen Ausweg außer den Staatsbankrott für Griechenland sahen, auch wenn Politiker dies weiterhin von sich wiesen. Deshalb begannen die Investoren, griechische Staatsanleihen zu verkaufen, was deren Preis massiv fallen ließ. Da der Zins jedoch auf den ursprünglichen Nominalwert bezahlt wird, erhielt der Käufer nun einen erheblich höheren Zinsertrag relativ zu dem Preis, den er für die Anleihe bezahlt hat. Wenn Griechenland dann neue Staatsanleihen begeben musste – zum Beispiel weil existierende Anleihen an das Ende ihrer Laufzeit kamen – mussten nun auf die neuen Anleihen die höheren Zinsen angeboten werden.

Diese Dynamik verschlechterte Griechenlands prekäre Lage noch mehr, denn für die bereits hohen Schulden

musste das Land nun noch mehr Zinsen bezahlen, was die Insolvenz Schritt für Schritt näher brachte.

Erst als sich dieser selbstverstärkende Abwärtssog und seine dramatischen Folgen deutlich abzeichneten, griff die Europäische Union ein. Gebremst hatte hier vor allem die Regierung Merkel, die mit ihrem in erster Linie innenpolitisch motivierten Zögern im Vorfeld der NRW-Wahl die Krise in unverantwortlicher Weise eskalieren ließ. Schließlich ermöglichte die Europäische Union es Griechenland mittels bilateraler Kredite, seine Schulden zu einem erträglichen Zinssatz zu refinanzieren. Die Erwartung war, dass eine sich erholende griechische Wirtschaft und radikale staatliche Sparmaßnahmen die Staatsfinanzen wieder stabilisieren würden. Dies ist bisher nicht eingetreten. Vielmehr belasten die Einschnitte in den Staatshaushalt und der damit verbundene Einbruch der Nachfrage die Wirtschaft massiv und in deutlich größerem Ausmaße als angenommen. Obwohl die Griechen allenthalben massive Lohnkürzungen hingenommen haben, lahmt die Wirtschaft weiterhin. Wie Europa feststellen musste, lässt sich auch das marode Steuer- und Verwaltungssystem nicht über Nacht modernisieren.

Die Erkenntnis, dass Griechenland unter den gegebenen Bedingungen Schwierigkeiten mit seinen Staatsschulden hat, übertrug sich schnell auf andere Euroländer mit ähnlich hohem Staatsdefizit oder Wettbewerbsschwächen. So mussten auch bald Irland und Portugal auf einen Europäischen Unterstützungsfond (EFSF) zurückgreifen, Spanien und Italien wurden zu Wackelkandidaten.

Der falsche Lösungsansatz, der die Krise ausweitete

Als 2011 klar wurde, dass Griechenland viel länger als erwartet am gesamteuropäischen Tropf hängen würde, verloren die europäischen Politiker die Geduld und beschlossen, durch eine »freiwillige« Schuldenumstrukturierung die Gesamtsumme der griechischen Schulden zu senken, indem privatwirtschaftliche Inhaber griechischer Staatspapiere auf zunächst 50 Prozent des Wertes dieser Anleihen verzichten sollten.

Was auf den ersten Blick wie ein konstruktiver Lösungsansatz gegen die griechische Überschuldungsspirale erscheint, hatte leider gravierende gesamteuropäische Nebenwirkungen. Zeigte es Anlegern in aller Welt doch, wie

die Eurozone mit Schuldenkrisen schwächerer Länder verfahren würde. Also nichts mehr mit »Europäische Staatsanleihen sind alle sicher, hier geht keiner pleite«, sondern eher »wenn jemand in Schwierigkeiten gerät, treten wir einen Schritt zurück«. Dieses Signal ließ die Krise zu einer ganz neuen Dimension anwachsen, denn wer würde schon wackelige Euro-Staatsanleihen halten wollen, wenn es auch sehr stabile gibt, wie zum Beispiel die des neuen Musterschülers Deutschland, dessen Exportwirtschaft dank zehnjähriger »Schlankheitskur« und geschwächten Euros einen wahren Boom erlebt.

Diese Verkaufstendenzen werden noch dadurch verstärkt, dass als Konsequenz der Bankenkrise vor drei Jahren die Finanzaufsichtsbehörden den europäischen Banken verordnet hatten, ihre Bilanzen mit soliden Anlagen, nämlich europäischen Staatspapieren, gegen neuerliche Krisen besser abzusichern. Dabei machten sie keine Unterschiede zwischen den verschiedenen Ländern der Eurozone, selbst wenn die Ratingagenturen ihnen unterschiedliche Bonitäten bescheinigten.

Als die Politik als Konsequenz aus der griechischen Anleihenrestrukturierung dann die Banken anwies, Kapitalerhöhungen von über 100 Milliarden Euro durchzuführen, um die griechischen Abschreibungsverluste auszugleichen, bewirkte dies eine völlige Neubewertung von Staatsanleihen durch die Banken. Da das Schreckgespenst der Bankenpleiten bereits wieder kursierte – diesmal jedoch nicht aufgrund fauler Kredite an Private, sondern aufgrund genau jener Staatsanleihen, die verordnet worden waren – reagierten die Banken schnell, um nicht als die Verursacher der nächsten Krise dazustehen. Sie stießen, so gut sie konnten, die Anleihen all jener Euroländer ab, die auch nur in irgendeiner Form im Verdacht standen, nicht von höchster Bonität zu sein. So wurden italienische und spanische Anleihen verkauft und sanken im Wert, während im Gegenzug deutsche Bundesanleihen gekauft wurden. Dies führte dazu, dass nun zehnjährige italienische Anleihen nur noch zu einem Zins von sieben Prozent oder mehr zu verkaufen waren, während der Zins zehnjähriger Bundesanleihen zeitweise auf null fiel. Nun ist allerdings Italien nicht Griechenland und das Risiko, dass der italienische Staat zahlungsunfähig wird, sehr gering. Dies gilt allerdings immer nur solange, wie die Zinsen nicht ins Uferlose steigen, denn steigende Zinsen potenzieren die Schuldenlast. Dies könnte schließlich dazu führen, dass ein Schuldner, der seine Zinslast ohne weiteres unter normalen Bedingungen tragen könnte,

nun an die Grenzen seiner Zahlungsfähigkeit stieße. Und hier liegt die Brisanz der Krise in der kurzen Frist. Mit ihrem durchaus rationalen Verkaufsverhalten führen die Akteure an den Finanzmärkten gerade das herbei, wovor sie sich eigentlich fürchten. Was im Einzelfall rational ist, bringt insgesamt irrationale Resultate hervor. Aber macht es irgendeinen Sinn, den einzelnen Akteuren in dieser Situation gut zuzureden, dass sie sich doch bitte beruhigen sollen, da das, was sie so erschreckt, mittel- bis langfristig schon beseitigt werden wird?

Die Diskussion weiterführender Lösungsansätze

Dies ist der Punkt, an dem sich die Geister scheiden. Die einzige kurzfristig effektive Methode, in solch einer Situation diese selbstverstärkenden Prozesse zu stoppen, ist ein beherztes Eingreifen der Zentralbank. Die EZB muss in die Lage versetzt werden, als Kreditgeber letzter Instanz einzuschreiten und solange die unter Druck stehenden Staatspapiere in unlimitierten Mengen aufzukaufen, bis die Angst der Marktteilnehmer vor weiteren ungeordneten Panikverkäufen abebbt und sich die Zinsniveaus in der Folge wieder stabilisieren. Weil die Motivation für weitere Verkäufe der Marktteilnehmer durch dieses Vorgehen beseitigt wird und im Gegenteil Kaufanreize durch unmittelbare Kurssteigerungen der betroffenen Anlagen eintreten, wird der Spuk und die Bedrohung einer staatlichen Insolvenz durch die beschriebene Liquiditätskrise im Handel ihrer Anleihen schnell beendet. Die sonst so konservative Schweiz hat diese Methode der heilsamen Schocktherapie im Herbst 2011 erfolgreich angewandt, um eine weitere Aufwertung des Schweizer Frankens zu verhindern.

Die EZB hat diese Form der direkten Intervention bisher mangels politischer Rückendeckung nicht ergriffen, jedoch durch indirekte Geldmengenausweitung über den Umweg des Bankensektors Ähnliches erreicht. Als sich die Liquiditätskrise im Spätherbst 2011 zuspitzte, weil die europäischen Regierungen sich nicht kurzfristig auf geeignete Maßnahmen einigen konnten, zog die EZB die Notbremse, indem sie europäischen Banken gut eine Billion Euro an sehr zinsgünstigen Krediten zur Verfügung stellte. Da die Banken als Sicherheit für diese Kredite europäische Staatspapiere bei der EZB hinterlegen mussten, bewirkte diese Maßnahme eine ähnliche Stabilisierung der außer Kontrolle geratenen Anleihemärkte wie ein di-

rekter Ankauf dieser Papiere durch die EZB selbst. Auch wenn dies sicher nur die zweitbeste Lösung war und den Banken eine enorme Gewinnspanne bescherte (schließlich konnte billiges Geld teuer verliehen werden): Eine weitere Eskalation der Krise konnte so verhindert und zumindest vorübergehend für Beruhigung gesorgt werden.

Die Argumentation der Bundesregierung, die bereits beschlossenen langfristigen Stabilisierungsmaßnahmen allein reichten in jedem Falle zur Stabilisierung aus, zeugt von einem gefährlichen Unverständnis der Dynamik der Kapitalmärkte. Sollte die Situation eintreten, dass die Panik große Länder ergreift, würde die Bonität der Unterstützterländer so stark beansprucht, dass sie selbst Ziel der Panik werden könnten. Zur Einordnung: Italien ist nach den USA und Japan der drittgrößte Schuldner der Erde und hat damit in der Summe mehr Staatsschulden als Deutschland. Griechenlands Gesamtschulden würden dagegen die deutsche Schuldenbilanz nur um einige Prozentpunkte anwachsen lassen.

Allerdings bedeuten direkte wie auch indirekte Zentralbankinterventionen auch, dass die EZB dafür neue Euros schaffen, also die sprichwörtliche Notenpresse in Gang setzen muss. Dies jedoch fürchten gerade die Deutschen aufgrund ihrer Erfahrungen mit der Hyperinflation in den frühen 1920er Jahren sehr, die durch unkontrolliertes Geldmengenwachstum hervorgerufen worden war (die Folgen der Rezession in den 1930er Jahren geraten in diesem Zusammenhang regelmäßig in Vergessenheit).

Inflationfördernd ist Geldmengenwachstum dann, wenn mehr Geld im Wirtschaftssystem zirkuliert als ihm Wirtschaftsgüter und Leistungen gegenüberstehen. Die Dynamik der Geldmenge muss man sich dabei jedoch eher wie die Wirkung von Wasser vorstellen – es kommt sowohl auf die vorhandene Menge als auch die Fließgeschwindigkeit an. Bei Geld ist es die Zirkulationsgeschwindigkeit und diese ist, seitdem die Banken nicht mehr so freigiebig Kredite vergeben, im europäischen Durchschnitt deutlich zurückgegangen. Damit erklärt sich auch, warum in den USA und Großbritannien, welche sich in großem Stil dieses Instruments bedient haben, echte Inflation in Form von Preis- und Lohnsteigerungen bisher ausgeblieben ist. Für den gesamten Euroraum ist die inflationäre Wirkung der nun vollzogenen Geldmengenausweitung nur schwer vorhersagbar, da die konjunkturelle Lage und damit die Zirkulationsgeschwindigkeit des Geldes derzeit regional sehr unterschiedlich ist.

Eine Gegenüberstellung des Inflationsrisikos auf der einen und Krisenverschärfung durch Untätigkeit der EZB auf der anderen Seite führt bei klarem, nicht von wirtschaftspolitischer Ideologie geprägtem Blick zu dem Schluss, dass eine aktive Rolle der Zentralbank ein Baustein zur akuten Krisenbewältigung wäre.

Kurzfristig notwendige und langfristig sinnvolle Maßnahmen

Allerdings kann eine derartige Zentralbankintervention zwar die Zuspitzung der Krise kurzfristig abwenden, das langfristige Problem des Zweifels der Gläubiger, ob ein Land seine Schulden in Zukunft immer bedienen kann, jedoch nicht im Kern beseitigen. Hierfür hilft nur ein Abbau der Schulden durch solides Haushalten sowie Wirtschaftswachstum gepaart mit Steuerdisziplin, um die Last auf ein erträgliches Maß zu senken. Wie das derzeitige Krisenmanagement jedoch in der Praxis zeigt, führt die eindimensionale Fokussierung auf Kürzungen in Staatshaushalten zu wirtschaftlichen Belastungen, da die Kaufkraft der Bevölkerung sowie die öffentliche Nachfrage sinken, die Wirtschaft in Folge möglicherweise sogar schrumpft, so die Steuereinnahmen weiter abnehmen und damit die Schuldenlast weiter ansteigt, obwohl der Schuldenberg selbst abnimmt. Es liegt auf der Hand, dass der Kampf gegen die aktuelle Krise ohne die Förderung von Wirtschaftswachstum, finanziert beispielsweise durch die Einnahmen aus einer Finanztransaktionssteuer, aussichtslos bleibt. Die zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit langfristig notwendige Senkung der Lohnstückkosten einer Volkswirtschaft kann entweder durch Lohnzurückhaltung beziehungsweise gar Verzicht à la Griechenland mit den derzeit zu beobachtenden verheerenden konjunkturellen Auswirkungen oder – besser – durch Effizienzsteigerung und Innovationsfreudigkeit sowie die durchdachte Beseitigung von Barrieren wirtschaftlicher Betätigung erreicht werden. Zur Vermeidung eines ruinösen Standortwettbewerbs ist zudem eine stärkere Steuerkoordinierung auf europäischer Ebene von Nöten.

Kurzfristig kann jedoch ein allgemein niedriges Zinsniveau ebenfalls die Wirtschaft wieder in Schwung bringen sowie den Druck, die Staatshaushalte zu Lasten des Wachstums im Hauruckverfahren zusammenzuziehen, mindern, da die Bedienung der Zinsen weniger Steuereinnahmen bindet. In Deutschland, das als sicherer

Schuldner gilt, ist dies der Fall. Unter anderem deswegen gilt das Land trotz gut 80 Prozent Staatsschulden relativ zum BIP als solider Kreditnehmer. Wie sehr das jeweilige Zinsniveau und die Bewertung der wirtschaftlichen Basis einer Volkswirtschaft eine Rolle spielen, verdeutlicht das Beispiel Spaniens nachdrücklich, das trotz niedrigerer Gesamtverschuldung als Deutschland neben anderen im Zentrum der Krise steht.

Würden sich alle Euroländer zu einer echten Fiskalunion zusammenschließen, wäre ihre resultierende Gesamtschuldenposition und die dahinter stehende Wirtschaftsmacht höher zu bewerten als die aller anderen G7-Staaten mit Ausnahme Kanadas aber inklusive Deutschlands. Daher ist im Umkehrschluss davon auszugehen, dass diese Union ihre Anleihen zu einem vergleichbaren oder sogar niedrigeren Zinssatz als Deutschland oder die USA platzieren könnte. Vor dem Hintergrund der soeben hergeleiteten Bedeutung des Zinsniveaus für eine florierende Volkswirtschaft liegt hier ein zentrales Element wirtschaftlicher Gesundheit. Außerhalb Deutschlands wurde dieser Zusammenhang erkannt und eine breite Mehrheit in Politik und Ökonomie befürwortet Stabilitätsanleihen beziehungsweise Eurobonds, die zur Verhinderung von Trittbrettfahreffekten strikt konditioniert und intelligent konstruiert sein müssen. Die Konzepte hierzu liegen vor. Diese Form des gemeinschaftlichen Schuldenmanagements, ergänzt durch einen Schuldentilgungsfonds, der sogar vom Sachverständigenrat der Bundesregierung befürwortet wird und die Tilgung der über der Grenze von 60 Prozent liegenden Altschulden zu vertretbaren Zinsen ermöglichen soll, ist etwas fundamental anderes als die verschiedenen europäischen Rettungsschirme, bei denen stärkere Länder für schwächere bürgen. Hier konstituiert sich eine weit stärkere Gemeinschaft, die in ihrer Gesamtheit aller Staaten viel besser dasteht als die Summe der einzelnen Länder. Die USA und die Ereignisse des Sommers 2011 können bestens zur Untermauerung dieser Aussage dienen. Als der Kongress dort durch seine Uneinigkeit über die Höhe der Staatsverschuldung beinahe die vorübergehende Zahlungsunfähigkeit der USA herbeiführte und sie in der Folge in ihrer Kreditbewertung von AAA auf AA herabgestuft wurden, führte dies nicht wie in den von der Krise betroffenen europäischen Staaten zu einem Anstieg der Zinsen. Im Gegenteil: Amerikanische Treasury Bonds wurden sogar noch mehr nachgefragt und die Zinsen fielen, weil in der allgemeinen Verunsicherung Anleger US-Anleihen immer noch als die relativ sicherste Anlage im Dollarraum bewerten.

Im Falle Europas dagegen haben Anleger immer die Wahl zwischen den Anleihen unterschiedlicher Länder und werden daher in Stresssituationen stets in die Papiere des scheinbar sichersten Landes flüchten.

Wie soll es weitergehen?

Es stellt sich die Frage, weshalb die europäische Politik so uneins über den richtigen Weg aus der Krise ist.

Sicher spielt die Dominanz der christdemokratisch-konservativen und rechtsliberalen Regierungen in der Europäischen Union eine zentrale Rolle, die nicht von ihren überkommenen Konzepten lassen wollen und zudem kurzfristiges innenpolitisches Taktieren einer konstruktiven Lösung vorziehen. Es ist aber mehr: Wir trauen uns in Europa anscheinend noch nicht genügend gegenseitig, um das Wagnis einer solch potenten Gemeinschaft einzugehen ohne Gefahr zu laufen, die Fehler der Vergangenheit zu wiederholen. Denn niedrige Kapitalkosten können auch sehr unerwünschte Nebenwirkungen haben. Die schwarz-gelbe Seite der deutschen Politik argumentiert deshalb trotz vorliegender Konzepte, die eine strikte Konditionierung der Gewährung von Zinsvorteilen garantieren, vehement gegen Eurobonds, weil sie befürchtet, dass sich die Geschichte wiederholt und wir in zehn Jahren vor noch unlösbareren Problemen stehen könnten. Stattdessen sucht sie ihr Heil in gesetzlich festgelegten Verschuldungsgrenzen, gekoppelt mit rigorosen Sanktionsmechanismen für diejenigen Staaten, die sie nicht mehr erfüllen können. Leider übersieht sie dabei aber völlig, dass es – mit Ausnahme Griechenlands – nicht in erster Linie die staatlichen Schuldner waren, die entscheidend zur Eskalation der Krise beigetragen haben, sondern die private Überschuldung im europäischen Ausland, vor allem für unproduktive Wohnimmobilien. Die aktuellen Lösungsansätze klammern diese Problematik völlig aus und greifen daher zu kurz. Ein auf ökonomischer Vernunft und nicht politischem Kuhhandel basierender Rahmen für die Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen Privaten und deren Investitionsverhalten ist dringend notwendig und würde eine Wiederholung der jüngeren Geschichte unwahrscheinlicher machen. Zugleich würde die Union enorm gestärkt aus dieser Krise hervorgehen. Notwendig dafür ist jedoch, dass Politiker in ganz Europa willens sind, sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Handlungsmöglichkeiten sinnvoll zu nutzen und ihr Handeln nicht von nationalen Befind-



lichkeiten oder gegenseitigem Misstrauen bestimmen zu lassen.

Es ist ein Fakt, dass die letzten zwei Jahre die Struktur­mängel der europäischen Währungsunion offenbart haben. Dies darf jedoch nicht dahingehend fehlinterpretiert werden, dass die Eurozone gescheitert sei. Ihr Zerfall oder auch nur die Abspaltung einzelner Länder birgt derzeit unwägbare und gigantische Wirtschaftsrisiken, während der engere Zusammenschluss zu einer echten Währungs- und Fiskalunion enormes Wachstumspotenzial eröffnet.



Über die Autoren

Lothar Mentel, Dipl. Oec., Fondsmanager, London.

Axel Schäfer, seit 2002 Mitglied des Deutschen Bundestages, Stellvertretender Vorsitzender der SPD-Bundestagsfraktion, 1994 bis 1999 Mitglied des Europäischen Parlaments.

Impressum

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse | Abteilung Internationaler Dialog
Hiroshimastraße 28 | 10785 Berlin | Deutschland

Verantwortlich:
Dr. Gero Maaß, Leiter Internationale Politikanalyse

Tel.: ++49-30-269-35-7745 | Fax: ++49-30-269-35-9248
www.fes.de/ipa

Bestellungen/Kontakt hier:
info.ipa@fes.de

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

Diese Publikation wird auf Papier aus nachhaltiger Forstwirtschaft gedruckt.



ISBN 978-3-86498-219-4