

Euro-Rettung als Gefahr für die Europäische Union

Ein Aufbrechen der Währungsunion brächte mehr Stabilität und geringere Kosten als ein krampfhaftes Festhalten am Projekt. Von Renate Ohr

Die Euro-Zone schleppt sich von Rettungsaktion zu Rettungsaktion. Die Autorin legt im Folgenden dar, dass die Spannungen in der Währungsunion nur noch durch das Wechselkursventil bzw. Austritte einzelner Länder gelöst werden können.

Es begann mit der Schuldenkrise Griechenlands. Bald wurde aus der Griechenland-Krise eine Euro-Krise. Und mittlerweile wird die Euro-Krise zur Europa-Krise hochstilisiert. Äusserungen der deutschen Bundeskanzlerin wie «Wenn der Euro scheitert, dann scheitert auch Europa» oder «Die Währungsunion darf nicht scheitern, koste es, was es wolle!» sind dabei von einer beängstigenden Polemik.

Grosse Visionen

Der Euro wurde eingeführt, weil man sich wesentliche ökonomische Vorteile davon versprach. Mittels der Einführung einer Einheitswährung sollten vor allem Reibungsverluste im Handel und im internationalen Zahlungsverkehr abgebaut werden. Eine höhere Transparenz und bessere preisliche Vergleichbarkeit von Waren, Dienstleistungen und Finanzprodukten sollten insgesamt den Handel, die Marktverflechtungen und damit das Wachstum im einheitlichen Währungsraum erhöhen. Aus der Ausschaltung des Währungsrisikos zwischen den Partnerländern wurden höhere Kapitalzuflüsse in die bisher schwächeren Länder erwartet, die an diesen Standorten Produktivität und Wachstum erhöhen sollten. Insgesamt

Der Handel innerhalb der Euro-Zone hat zwar zugenommen, doch expandierte der Handel zwischen Euro-Ländern und Nicht-Euro-Ländern stärker.

sollten daraus mehr ökonomische Integration und eine Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung der im Währungsraum vereinten Länder entstehen. Zugleich sollte die neu geschaffene Europäische Zentralbank (EZB) an die Erfolge der Deutschen Bundesbank anknüpfen und als unabhängige Notenbank mit eindeutigen Stabilitätsziel für eine stabile Währung sorgen – auch dies sollte ein Wohlfahrtsgewinn für alle Länder sein, die zuvor aufgrund ihrer überdurchschnittlichen Inflation und der damit verbundenen Abwertungstendenzen als Schwachwährungsländer gegolten hatten. Für diese Länder würden Risikoprämien entfallen, die zuvor die Zinsen in die Höhe getrieben hatten.

Die monetäre Integration hätte also eine aufholende Entwicklung für jene Länder bewirken sollen, deren ökonomische Probleme zuvor aus einer vergleichsweise instabilen Währung resultiert hatten. Die Protagonisten des Euro betonten vorrangig diese potenziellen Produktivitäts-, Wachstums-, Integrations- und Konvergenz-Effekte und liessen als mögliche Kosten der Währungsunion allenfalls die Umstellungskosten bei Einführung des Euro gelten.

Berechtigte Warnungen

In der Wissenschaft, insbesondere im deutschsprachigen Raum, war allerdings im Vorfeld der Euro-Einführung vehemente Kritik zu hören, die sich unter anderem in zwei öffentlichen Manifesten widerspiegelte. Im Kern wurden folgende Risiken genannt:

► Eine zu grosse Unähnlichkeit der wirtschaftlichen Strukturen und wirtschaftspolitischen Präferenzen zwischen den zu erwartenden Mitgliedsländern sei festzustellen.
► Die wirtschaftlichen Unterschiede würden sich durch die gemeinsame

Währung nicht abbauen, sondern verschärfen.

► Die fiskalische Stabilität sei trotz dem Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht nachhaltig gesichert.

► Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank sei gefährdet.

► Als Konsequenz werde eine instabile Währung und nachfolgend eine Schwächung der Gemeinschaft oder eine Transferunion resultieren.

Ähnlich argumentierte in den neunziger Jahren – und bis heute – unter anderen auch der bekannte Harvard-Professor Martin Feldstein.

Leider sind nun diese Entwicklungen, vor denen im Vorfeld abstrakt gewarnt worden war, fast alle auch konkret eingetreten: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt hat versagt, und die meisten Euro-Ländern haben hohe, nicht nachhaltige Staatsdefizite. Die EZB kauft trotz «no bail-out»-Regel anhaltend Staatsschuldtitel auf. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Euro-Länder hat sich dramatisch auseinanderentwickelt. Durch unterschiedliche Lohnkostenentwicklungen und Inflationsraten haben Länder wie Griechenland, Portugal, Spanien oder Irland stark real aufgewertet, während etwa Deutschland real abgewertet hat. Die dadurch stetig wachsenden Leistungsbilanzungleichgewichte aber können nicht mehr durch Wechselkursänderungen korrigiert werden.

Wenig glaubwürdige Politiker

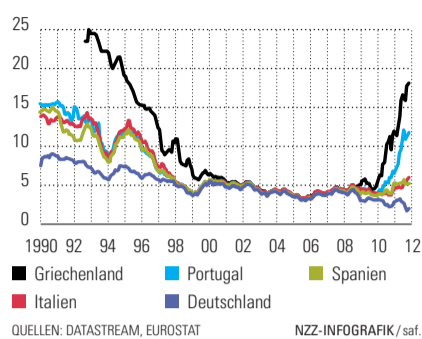
Leistungsbilanzdefizite, die durch entsprechende private Kapitalzuflüsse finanziert werden, sind zwar im Prinzip als unproblematisch anzusehen, wenn diese Kapitalzuflüsse Investitionen ermöglichen, deren Renditen höher sind als der an das Ausland zu zahlende Zins. Problematisch ist es allerdings, wenn der Zins nicht den wirtschaftlichen Bedingungen des Landes entspricht, sondern zu niedrig ist, wie es in den derzeitigen Defizitländern im Euro-Raum in den ersten zehn Jahren der Fall war.

Durch die Währungsunion war zwar eigentlich nur das Wechselkursrisiko ausgeschaltet worden und nicht das Länderrisiko, doch nahmen die Marktteilnehmer in ihren Einschätzungen vorweg, dass sich die Mitglieder der Euro-Zone im Zweifelsfall über die «no bail-out»-Vereinbarung hinwegsetzen und unsoliden Partnern doch helfen würden. Dieser Mangel an Glaubwürdigkeit der vereinbarten «no bail-out»-Regelung war die Ursache dafür, dass in den Schuldnerländern sowohl von staatlicher als auch von privater Seite zu viele Kredite mit zu niedrigen Zinsen aufgenommen werden konnten und die Gläubigerländer diese bereitwillig gaben, ohne dass eine produktive Verwendung gesichert war. Die Tatsache, dass mittlerweile nicht private Financiers, sondern die EZB über die Target-Salden letztlich die Leistungsbilanzdefizite der Schuldnerländer finanziert, macht die Sache nicht besser.

Zudem konnten die erwarteten ökonomischen Vorteile nur begrenzt realisiert werden. So hat der Handel innerhalb der Euro-Zone zwar zugenommen, doch expandierte der Handel zwischen

Renditen auf Staatsanleihen

Laufzeit der Papiere 10 Jahre, in %



Euro-Ländern und Nicht-Euro-Ländern deutlich stärker, so dass für fast alle Mitgliedsländer der Währungsunion gilt, dass jener Anteil ihres Aussenhandels, der mit den Euro-Partnerländern stattfindet, gesunken ist.

Die einzelnen Mitgliedsländer sind darüber hinaus durch die Währungsunion von unterschiedlichen Arten von Kosten betroffen. Deutschland etwa hatte in den ersten zehn Euro-Jahren ein stark unterdurchschnittliches Wachstum zu verzeichnen, da zunehmend Kapital in die Peripherieländer der Währungsunion investiert wurde. Seit der Euro-Krise ist Deutschland weiterhin hohe finanzielle Verpflichtungen bzw. Garantien «zur Rettung des Euro» eingegangen. Zudem hat das Land die Deutsche Bundesbank als Stabilitätsanker verloren und eine Europäische Zentralbank bekommen, die in der derzeitigen Krise zunehmend unsicherer und unglaubwürdiger handelt. Falls die gegenwärtige Politik der EZB sich fortsetzt – und die personelle Entwicklung im Direktorium spricht dafür –, ist die Gefahr gross, dass die stabilitätsorientierte Geldpolitik verloren geht und die Inflation steigen wird.

Jedes Prozent Inflation reduziert jedoch den Realwert der Ersparnisse der Bürger. In Deutschland bewirkt ein zusätzliches Prozent Inflation einen Verlust auf Sparersseite von rund 47 Mrd. €. Natürlich steht dem ein entsprechender Vorteil der Schuldner gegenüber (Staat, Unternehmen), die sich entsprechend real entschulden. Eine einfache – gedankliche – Saldierung dieser Verluste und Gewinne ist allerdings nicht angemessen. Denn damit verbunden sind klare Umverteilungseffekte, die besonders zulasten der Kleinsparer ausfallen. Und ein Teil der Schuldner sitzt zudem eben nicht in Deutschland, sondern im Ausland, so dass die inflationsbedingte Umverteilung zumindest beim deutschen Nettoauslandvermögen weg vom deutschen Sparer hin zum ausländischen Schuldner erfolgt. Bei einem Prozent zusätzlicher Inflation sind dies etwa 9,5 Mrd. €.

Aber auch die heutigen Krisenländer tragen mittlerweile hohe Kosten durch ihre Mitgliedschaft im Euro-Raum. So wären etwa Griechenland und Portugal nicht in die Situation ihrer hohen Leistungsbilanzdefizite und hohen Auslandsverschuldung geraten, wenn sie noch ihre eigene Währung gehabt hätten. Die vor einigen Jahren noch als Erfolg gepriesene Angleichung der Renditen auf Staatstitel innerhalb der Wäh-

rungsunion (vgl. Grafik) hat sich gerade für diese Länder als grosses Problem erwiesen. Erst das hohe Ausmass der durch die falschen Anreize forcierten Verschuldung liess dann – zu spät – die richtige Risikoeinschätzung in die Renditen einfließen. Mit eigener Währung hätte es diese ausufernde Entwicklung nicht gegeben, und auch die schrumpfende internationale Wettbewerbsfähigkeit hätte durch sukzessive Abwertungen leichter ausgeglichen werden können. Die nun schon seit langem andauernden Versuche, den Schuldnerländern mit weiteren Krediten zu helfen, lösen diese Probleme nicht.

Wenn man möchte, dass der Euro als Integrationsprojekt bestehen bleibt, so müssen seine Kosten reduziert werden. Die auseinanderstrebenden Entwicklungen in der Währungsunion müssen zum Stillstand gebracht werden. Dazu dürfen die Marktkräfte nicht durch immer weitere Rettungsschirme oder etwa durch eine Vergemeinschaftung der Schulden durch Eurobonds weiterhin ausser Kraft gesetzt werden. Stattdessen müssen Risikoprämien zugelassen werden, da allein diese die Politik der betroffenen Länder letztlich zum Handeln zwingen. Die politischen Vorgaben wie jene im Stabilitäts- und Wachstumspakt oder in den geplanten nationalen Schuldenbremsen scheitern zumeist daran, dass sie kaum je mit automatischen Sanktionen verbunden sind. Marktkräfte dagegen, die aufgrund von Risikoprämien die Zinsen hochtreiben, wirken direkt und automatisch.

Für eine dauerhaft funktionierende Währungsunion müssen zudem nicht nur die Staatshaushalte konsolidiert werden, sondern es müssen auch die anhaltenden Leistungsbilanzungleichgewichte abgebaut werden. Hierzu ist in den Leistungsbilanzdefizitländern eine reale Abwertung notwendig bzw. in den Überschussländern eine reale Aufwertung. Innerhalb der Euro-Zone können diese realen Wechselkursveränderungen nur über interne Auf- oder Abwertungen zustande kommen. Dies bedeu-

Selbst ein Scheitern der gesamten Währungsunion würde die Grundfesten der Europäischen Union nicht zum Wanken bringen.

tet, dass Länder wie Griechenland oder Portugal über Austeritätsprogramme Lohn- und Preissenkungen erreichen müssten. Alternativ würde sich natürlich die Wettbewerbsfähigkeit bisheriger Überschussländer – insbesondere Deutschlands – verschlechtern, wenn dort hohe Lohnzuwachsrate mit der Folge entsprechend steigender Preise beschlossen würden.

Will man jedoch weder in den Überschussländern über inflationäre Tendenzen eine interne Aufwertung generieren noch die Defizitländer in so drastische Sparprogramme zwingen, dass die Bürger nicht mehr bereit sind, dies mitzutragen, muss über die Alternative einer externen Abwertung der Defizitländer (Austritt aus der Währungsunion) nachgedacht werden. Auch wenn ein Austritt aus der Euro-Zone rechtlich noch nicht geregelt ist, könnte man die im Vertrag von Lissabon vereinbarten Regelungen über einen möglichen Austritt aus der EU insgesamt analog für einen begrenzten Austritt aus der Währungsunion anwenden. Ein Austritt aus der Euro-Zone ist somit möglich – und zwar, ohne dass damit auch ein Austritt aus der EU verbunden ist. Mit einer eigenen Währung könnte sich ein Land wie Griechenland über eine Abwertung wieder wettbewerbsfähig machen.

Natürlich würde der Austritt aus dem Euro-Raum zunächst zu einer sehr starken Abwertung der neuen Währung des austretenden Landes führen. Die zunächst überschüssige Reaktion des Wechselkurses würde jedoch das Fundament dafür legen, dass sich zum einen

die preisliche Wettbewerbsfähigkeit sehr rasch verbessert und zum anderen auch Kapitalanleger wieder Interesse am Land gewinnen könnten. Eine überschüssig abwertende Währung führt nämlich zur Erwartung, dass sie in absehbarer Zeit wieder in gewissem Umfang aufwerten wird. Der so zu erwartende Aufwertungsgewinn lässt auch den Kauf von Staatsanleihen dieses Landes wieder attraktiver erscheinen.

Besonders ein Austritt Griechenlands aus der Währungsunion würde vermutlich bei den anderen Defizitländern auch nicht mehr den oft befürchteten Dominoeffekt auslösen, da die Austrittsgefahr – inklusive eines damit unweigerlich verbundenen Schuldenschnitts – für Griechenland mittlerweile schon von den Märkten einkalkuliert wird und bei den Gläubigern weitgehend «eingepreist» ist. Zugleich könnte die Tatsache, dass ein Austritt aus der Währungsunion nicht mehr «koste es, was es wolle» verhindert wird, auch für andere Defizitländer ein weiteres Warnsignal sein und diese zu ernsthafteren Bemühungen um die Konsolidierung von Staatshaushalt und Wettbewerbsfähigkeit anhalten.

Und wenn sich dafür glaubwürdige Ansätze zeigen, wie dies zurzeit in Italien und Spanien durch die neuen Ministerpräsidenten Monti und Rajoy vermittelt wird, dann lassen sich damit auch die Märkte beruhigen und Risikoprämien reduzieren. Die Kreditaufnahme Italiens und Spaniens am Kapitalmarkt von vergangener Woche war – wenn auch bei relativ kurzen Laufzeiten – zu deutlich gesunkenen Zinsen erfolgt.

Stabilisierung durch Austritte

Selbst ein Scheitern der gesamten Währungsunion würde die Grundfesten der Europäischen Union jedoch nicht zum Wanken bringen. Die Basis des europäischen Integrationsprozesses ist der europäische Binnenmarkt, der sehr wohl auch ohne gemeinsame Währung funktioniert. Schliesslich existierte der Binnenmarkt schon vor dem Euro, und wichtige EU-Länder wie Grossbritannien, Polen oder Schweden haben immer noch ihre eigene Währung, sind aber genauso gut in den Binnenmarkt integriert wie die Euro-Länder.

Es gäbe sicherlich vorübergehend grössere Turbulenzen an den Finanz- und Devisenmärkten, und vor allem würde die gesamte Auflösung der Euro-Zone die mittlerweile doch hohen «versunkenen Kosten» aufzeigen – durch die Aufgabe sowohl mittlerweile etablierter gemeinsamer Institutionen als auch der bisherigen finanziellen Massnahmen zur Stabilisierung des Euro-Raums.

Schlimmer wäre jedoch ein krampfhaftes Festhalten an einer Währungsunion, die in keiner Weise mehr den ursprünglichen Vorstellungen entspricht. Dies könnte wirklich zur Zerreissprobe für die Gemeinschaft werden. Denn sowohl die Schuldnerländer als auch ihre Finanzierer werden zunehmend überfordert – die einen durch zu harte Sanierungsprogramme, die anderen durch die ausufernden Rettungsschirme. Ein Ausscheiden einzelner Länder aus der Währungsgemeinschaft dagegen könnte den verbleibenden Euro-Raum vielleicht wieder stabilisieren.

WEITERFÜHRENDE LITERATUR

Beemtsma, Roel / Giuliodori, Massimo: The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research. Journal of Economic Literature, Vol. 48, 2010, S. 603–641.

Feldstein, Martin: The Euro and European Economic Conditions. NBER Working Paper 17617, 2011.

Ohr, Renate: European Monetary Union at Ten: Had the German Maastricht Critics Been Wrong? Diskussionsbeiträge des Volkswirtschaftlichen Seminars, Universität Göttingen, No. 141, 2009.

Die Autorin



Gy. · Renate Ohr ist seit Februar 2000 Inhaberin des Lehrstuhls für Wirtschaftspolitik an der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Göttingen. Besonders bekannt ist sie in der Öffentlichkeit mit ihrer Kritik am Maastricht-Vertrag und an der raschen Einführung der europäischen Währungsunion geworden. Sie war 1992 Initiatorin des Manifests der 62 Professoren gegen den Vertrag von Maastricht und 1998 Mitinitiatorin eines Manifests von mehr als 160 Professoren gegen eine zu frühe Einführung des Euro. Ihr For-

schungsinteresse gilt denn auch primär dem europäischen Integrationsprozess, von der Entwicklung des Euro bis hin zur EU-Osterweiterung. Damit verbunden sind Fragen nach der internationalen Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften oder wirtschaftlichen Abhängigkeiten international verflochtener Volkswirtschaften. Renate Ohr, Jahrgang 1953, hat an der Universität Mainz Volkswirtschaft und Jura studiert. Nach Promotion (1979 in Essen) und Habilitation (1986 in Bochum) folgte eine Lehrstuhlvertretung an der Universität Kiel. Von 1988 bis 2000 hatte sie den Lehrstuhl für Aussenwirtschaft an der Universität Hohenheim (Stuttgart) inne, ergänzt durch mehrere Lehraufenthalte an der Universität Innsbruck.