

Die Zukunft des Euro

Von Philipp Bagus

Das unmittelbare Problem der Eurozone sind letztlich Fehlinvestitionen und eine verzerrte Produktionsstruktur. In den ersten Jahren des vergangenen Jahrzehnts wurden die Zinsen mittels einer expansiven Geldpolitik künstlich gesenkt. Nicht nur die Federal Reserve, sondern auch die Europäische Zentralbank, senkten ihre Leitzinsen massiv. Mit der neu geschaffenen Liquidität finanzierten Unternehmer nun zusätzliche Investmentprojekte, die allein aufgrund der niedrigen Zinssätze Gewinne abzuwerfen versprachen, die jedoch nicht von echten Ersparnissen getragen wurden. Vor allem in der europäischen Peripherie entstanden Immobilienblasen. Kreditfinanzierte Konsumexzesse gingen mit einem expandierenden Finanzsektor Hand in Hand.

Diese Verzerrungen entpuppten sich als untragbar und im Jahr 2007 begannen die Blasen zu platzen. Die Immobilienpreise in der Peripherie fingen an zu stagnieren und sogar zu fallen. Bauunternehmer und Immobilienbesitzer konnten ihre Kredite nicht mehr bedienen. Da die Banken diese Fehlinvestitionen finanziert hatten und teilweise noch direkt an ihnen beteiligt waren, mussten sie Verluste einstecken. Nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers brach das Interbankkreditgeschäft zusammen. Aufgrund der drohenden Verluste misstrauten sich die Banken. Daraufhin griffen die Regierungen ein. Sie retteten die Banken und übernahmen somit teilweise die aus den Fehlinvestitionen resultierenden Verluste des Bankensystems.

Als die Fehlinvestitionen vergesellschaftet wurden, schnellte die öffentliche Verschuldung innerhalb der Eurozone in die Höhe. Außerdem brachen aufgrund der Krise die Steuereinnahmen ein. Gleichzeitig begannen die Regierungen, ganze Industriebranchen („Abwrackprämie“) und die Arbeitslosigkeit zu subventionieren.

Darüber hinaus hatten die Staaten sogar vor Beginn der Krise Fehlinvestitionen angehäuft und zwar aufgrund überdehnter Wohlfahrtsausgaben. Die Gehälter von Staatsbediensteten schossen vor allem in der Peripherie der Eurozone in die Höhe. Auch staatliche Bildungs- und Gesundheitsausgaben zogen an. Dank kräftig fließender Einnahmen aus den Boom- und Blasenindustrien ließ man auch die Kosten der staatlichen Rentensysteme ungebremst laufen.

Zwei Ursachen hatten den Anreiz für ungehemmt steigende Sozialausgaben in der Peripherie gegeben:

Die erste Ursache sind niedrige Zinssätze. Diese niedrigen Zinssätze wurden aufgrund einer expansiven Geldpolitik der EZB und aufgrund der einheitlichen Währung an sich ermöglicht. Im Euro ist eine stillschweigende Rettungsgarantie enthalten. Marktteilnehmer erwarteten, dass stärkere Regierungen die schwächeren stützen würden, um das politische Projekt des Euro zu retten, wenn der schlimmste Fall eintreten würde. Die Bestätigung dieser Erwartung und die Furcht einer Nichterfüllung treiben gerade die Dynamik der aktuellen Staatsschuldenkrise in Europa. Als Italien, Spanien, Portugal und Griechenland zum Euroraum zugelassen wurden, fielen die von ihren Regierungen zu zahlenden Zinssätze drastisch und beinahe auf deutsches Niveau. Die niedrigen Zinssätze erlaubten es diesen Ländern nicht nur ihre Schuldenberge

weiter zu finanzieren, sondern sich sogar noch weiter zu verschulden (auch verdeckt durch Sozialansprüche).

Die zweite Ursache ist, dass der Euro von der „Tragödie der Allmende“ betroffen ist (siehe Bagus, 2011, „Die Tragödie des Euro“). In der Eurozone können mehrere voneinander unabhängige Regierungen ein einziges Zentralbankensystem nutzen, um ihre Defizite zu finanzieren. Die Kosten dieser Defizite können in Form von höheren Preisen zum Teil auf Ausländer abgewälzt werden. Man nehme das folgende Beispiel: Die griechische Regierung gibt mehr Geld aus, als sie an Steuern einnimmt. Um den Unterschied auszugleichen, druckt die griechische Regierung Schuldverschreibungen. Das Bankensystem kauft diese Schuldverschreibungen, weil sie diese als Sicherheit für neue Darlehen von der EZB (genauer vom Eurosystem) hinterlegen kann. Wenn die Banken griechische Schuldverschreibungen als Sicherheit hinterlegen, erhalten sie neues Zentralbankgeld. Die Banken können dann diese neuen Reserven verwenden, um ihre Kreditvergabe auszuweiten. Die Geldmenge erhöht sich und die Preise steigen. Auf diese Weise wird das Defizit indirekt monetarisiert, und alle Benutzer der Währung zahlen.

Nur wer ein höheres Defizit hat als andere Eurozoneländer, kann die Kosten des Defizits auf andere Länder externalisieren.

Preise steigen dann nicht nur in Griechenland, sondern in der gesamten Eurozone. Auf diese Weise wird ein Teil der Defizitkosten auf Ausländer externalisiert. Nicht nur die griechische Regierung, sondern alle Regierungen können auf diese Weise die Kosten ihrer Defizite externalisieren, was im Ergebnis

zu einem perversen Anreiz führt. Denn nur wer ein höheres Defizit hat als andere Eurozoneländer, kann die Kosten des Defizits auf andere Länder externalisieren. Nehmen wir als Beispiel an, dass Deutschland ein Staatsdefizit von 3 % des BIP fährt, während der Rest der Eurozone ein 10 prozentiges Defizit hat. Die ausgegebenen Schuldverschreibungen werden nun von den Banken gekauft und bei der EZB hinterlegt. Die Zentralbankmenge steigt und die Preise ziehen um 8 % pro Jahr an. In diesem Fall können die deutschen Staatsausgaben real gesehen sogar zurückgehen, denn die Preise steigen schneller als die Staatsverschuldung. Daraus folgt: Je höher das Defizit im Vergleich zu den Defiziten anderer Eurozonemitglieder ist, desto besser.

Somit findet eine monetäre Umverteilung von fiskalisch solideren zu den unsolideren Staaten statt. Diese Anreize waren vor Euroeinführung bereits bekannt. Die Idee war, über den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) diese Anreize auf Defizite von unter drei Prozent des BIP zu beschränken. Doch der SWP war ein totaler Fehlschlag. Trotz zahlreicher Übertretungen wurde nie eine einzige Sanktion verhängt. Das Hauptproblem ist, dass die Regierungen über sich selbst zu Gericht sitzen. Bis jetzt haben sie immer entschieden, dass eine Strafe unnötig ist.

Die Staatsverschuldung in mehreren Ländern der Eurozone so hoch, dass sie niemals real zurückgezahlt

Somit ist heute die Staatsverschuldung in mehreren Ländern der Eurozone so hoch, dass sie niemals real zurückgezahlt werden wird. Die Regierungen sind entweder nicht in der Lage oder nicht willens dazu. Wenn sie ihre Steuerquote erhöhen, wird ihre Volkswirtschaft unter dieser Belastung zusammenbrechen und die Defizite könnten noch steigen, wie beispielsweise in Griechenland geschehen. Wenn sie die Ausgaben kürzen, könnte es soziale Unruhen geben, wie wir es ebenfalls in Griechenland erleben. In beiden Fällen verlieren Regierungen Einfluss und

Stimmen. Da die Staatsschulden nicht zurückgezahlt werden, stellen sie aus Sicht der Anleger Fehlinvestitionen dar.

Fehlinvestitionen bedeuten, dass knappe Ressourcen bereits verschwendet worden sind und echtes Vermögen bereits vernichtet worden ist. Die Verschwendung erfolgte durch die Rettung von insolventen Banken und indirekt ihrer Investitionen in Immobilienblasen sowie durch untragbare Wohlfahrtssozialsysteme. Aber es ist noch immer nicht klar, wer die Hauptlast der Verluste tragen wird, die von überdehnten Wohlfahrtsstaaten und Rettungsaktionen für Wirtschaftssektoren verursacht wurden.

Bis zum Beginn der Staatsschuldenkrise wurde die Rechnung über die interne Geldumverteilung beglichen, die Bestandteil des Eurosystems ist. Die Hauptnettobeitragszahler waren die Bürger fiskalisch soliderer Länder wie Deutschland, die stillschweigend für den Kaufrausch in der Peripherie bürgten. Die Rettungspakete für Griechenland, Irland und Portugal haben diese Vermögenstransfers nur sichtbar gemacht. Er lag schon lang vor. Die Anreize für die Rettung verantwortungsloser

Regierungen sind jetzt für jeden offensichtlich und viele Deutsche wollen die Rechnungen der Peripherieländer nicht mehr bezahlen.

Aufgrund der Staatsschuldenkrise ist die Frage, wer für diese Fehlinvestitionen zahlen wird, neu aufgeworfen worden. Die Antwort auf diese Frage ist entscheidend für die Zukunft des Euro. Theoretisch gibt es mehrere Möglichkeiten.

1. Die erste Möglichkeit ist, dass die Peripherie-Regierungen selber für ihr verantwortungsloses Handeln zahlen. Sie senken die Ausgaben und privatisieren Staatseigentum. Dabei werden sie Einfluss und wahrscheinlich Stimmen verlieren.
2. Die zweite Möglichkeit ist, dass Regierungen im Kern Europas – Deutschland, Finnland, die Niederlande, Österreich, und mit Abstrichen Frankreich – zahlen, indem sie Staatseigentum verkaufen und die Erlöse an die Peripherie in Form subventionierter Kredite, Schuldenerlasse oder direkten Zahlungen transferieren.
3. Die dritte Möglichkeit ist, dass Steuerzahler in der Peripherie über eine höhere Steuerlast zahlen.
4. Die vierte Möglichkeit ist, dass die Steuerzahler im Kern zahlen. Dies könnte durch eine Fiskalunion bewerkstelligt werden. In einer Transferunion werden ständig Gelder von reicheren und solideren Ländern an ärmere Länder überwiesen. Andererseits können die Transfers auch über Eurobonds vollzogen werden. In dieser Variante emittieren Peripherieländer Eurobonds, die von allen Eurozonenstaaten garantiert werden. Steuerzahler in den Kernländern zahlen indirekt, indem sie höhere Zinsen auf ihre öffentlichen Schulden akzeptieren. Die EFSF, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, ist eine weitere Variante dieser Option. Der Unterschied ist, dass in der EFSF die Kernländer mehr Kontrolle über die Emission von Anleihen haben,

die der Rettung der Peripheriestaaten dienen, und die Zinsunterschiede teilweise erhalten bleiben.

5. Die fünfte Möglichkeit ist, dass aufgrund einer Preisinflation alle Geldnutzer in den Eurozonenländern zahlen. Die EZB monetarisiert weiterhin die Staatsschulden. Sie hat dabei mehrere Möglichkeiten. Sie könnte weitere Peripherie-Staatsanleihen kaufen. Sie könnte fortfahren, Peripherie-Staatsanleihen als Sicherheit zu akzeptieren. Sie könnte auch durch Monetarisierung von Staatsdefiziten der Kernländer, der Anleihen des EFSF oder der Eurobonds die Rettung der Peripherie indirekter unterstützen.
6. Die sechste Möglichkeit ist, dass das Finanzsystem zahlt. Überverschuldete Staaten könnten ihre Zahlungsverpflichtung einstellen. Da das Finanzsystem die ausufernden Staatsausgaben finanziert hat und vernetzt ist, würde das Ergebnis eine Bankenkrise sein und eine Restrukturierung auslösen.

Die Peripherieländer und Frankreich bevorzugen eine Kombination aus Option vier und fünf, d. h. eine Fiskalunion und Monetarisierung. Die EZB bevorzugt eine Fiskalunion. Die Bundesregierung hingegen will einen reformierten SWP mit automatischen Strafen und stärkerer Einschränkung ausufernder Staatsausgaben. Deutschland hatte außerdem darauf bestanden, dass private Investoren, also Banken, wenigstens einen Teil der Verluste übernehmen. Diese Forderung wurde aber auf dem Eurogipfel vom Dezember 2011 wieder aufgegeben.

Mit anderen Worten: Deutschland will eine Kombination aus Option eins, drei und sechs: Sowohl Regierungen und Steuerzahler in den Peripherieländern als auch Banken müssen ihre Verluste tragen und für die Fehlinvestitionen gerade stehen.

Die Zukunft des Euro und der EU hängt davon ab, wer schließlich gewinnt. Wenn sich Frankreich und die Peripherieländer durchsetzen, wird es eine Fiskalunion und noch mehr Zentralisierung geben. Der Euro wird eine politische und schwache Währung sein. Die Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie wird sich nicht verbessern, da die Wohlfahrtssysteme weiterhin subventioniert werden. Damit hätte sich letztlich die sozialistische (bzw. sozialdemokratische) Vision Europas durchgesetzt. Diese Vision glaubt, dass ein zentraler europäischer (Umverteilungs-)Staat die beste Alternative für Europa darstellt.

Wenn Deutschland sich durchsetzt, wird es einen reformierten SWP geben und der Euro wird langfristig eine starke Währung sein. Die Peripherie wird zwangsläufig Strukturreformen, vor allem auf den Arbeitsmärkten, umsetzen und den Staatssektor zurückdrängen müssen. Ein Anstieg der Wettbewerbsfähigkeit ganz Europas wäre die Folge. Es wäre ein Gewinn der liberalen Vision Europas, die für ein Europa ohne Grenzen eintritt. Der freie Verkehr von Waren, Menschen, Kapital und Dienstleistungen ist nach dieser Vision hinreichend für ein blühendes Europa.

Es ist jedoch auch möglich, dass die Verliererseite so unzufrieden sein wird, dass die Eurozone auseinanderfällt. Im Fall des Durchsetzens der deutschen Position können eine Ausweitung der Sparmaßnahmen und eine Senkung des Lebensstandards in Griechenland zu unkontrollierbaren sozialen Unruhen führen. Griechenland könnte dann die Eurozone verlassen und seine neue

Währung entwerten, unter der Illusion so seinen Kaufrausch fortsetzen zu können. Dies könnte eine Kettenreaktion auslösen, bei der andere Länder die Eurozone verlassen und eine Bankenkrise verursachen.

Im Fall einer Niederlage der deutschen Position wird in Europa eine stärkere Zentralisierung stattfinden. Eine Harmonisierung der Steuersätze könnte dann den Steuerwettbewerb ausschalten. Höhere Staatsausgaben und Steuern wären dann Tür und Tor geöffnet. Reformen blieben aus und die Wettbewerbsfähigkeit ganz Europas verschlechterte sich. Selbst die noch fiskalisch soliden Länder hätten kaum noch einen Anreiz, sich bei den Staatsausgaben zurückzuhalten. Die Finanzierung dieser Entwicklung müsste von der EZB kommen. In wenigen Jahren würde möglicherweise eine zweistellige Inflationsrate geben. Dann könnte eine deutsche Tea-Party-Bewegung entstehen, die sich gegen den Vermögenstransfer an die Peripheriestaaten wehrt. Dann könnte Deutschland den Euro verlassen, was ebenfalls einen Zerfall der Eurozone und eine Bankenkrise auslösen würde.

Aber wessen Sieg ist wahrscheinlicher? Im Prinzip hat die deutsche Bundesregierung die besseren Karten. Deutschland hält durch direkte und indirekte Zahlungen das Europrojekt am Leben und könnte einfach drohen, die Bürgerschaft der Peripheriestaaten einzustellen. Für ein Durchsetzen der anderen Seite sprechen andere Argumente. Frankreich war im Zweiten Weltkrieg auf der Siegerseite und besitzt deutlich mehr geopolitische Macht als Deutschland. Frankreich ist es bereits gelungen, sich der D-Mark zu entledigen. Eine Fortsetzung der Zentralisierung zu Ungunsten deutscher Steuerzahler und Geldbenutzer wäre zudem lediglich eine Fortsetzung einer lang andauernden Entwicklung. Seit dem Zweiten Weltkrieg hat Deutschland, aufgrund einer Kombination von Schuldcomplexen und angedeuteten Ausgrenzungsdrohungen, zurückgesteckt und anderen Ländern direkt oder indirekt Gelder zugewiesen. Da sich die geopolitischen Bedingungen nicht radikal geändert haben, kann es durchaus sein, dass Deutschland auch in Zukunft zahlen wird, und dass der Euro eine schwache Währung sein wird.

Lösungsvorschlag

Nach diesen Überlegungen zu den Aussichten des Euro und Europas muss auch nach einer angemessenen Lösung des Problems gefragt werden. Das Problem lässt sich in zwei Unterpunkte gliedern: die Verhinderung von Schuldenproblemen in der Zukunft und die Lösung des gegenwärtigen Schuldenproblems.

Im heutigen Eurosystem besteht der Anreiz durch Staatsdefizite auf Kosten anderer Eurostaatsbürger zu leben. Dieser Mechanismus kann durchbrochen werden, indem der EZB sowohl verboten wird, Staatsanleihen als Sicherheiten für Zentralbankkredite zu akzeptieren, als auch diese Anleihen zu kaufen. Ferner muss den Staaten selbst verboten werden, anderen Staaten ihre Schuldenberge abzunehmen und so zu retten. Unter diesen Umständen wird eine fiskalische und monetäre Umverteilung und Rettung unmöglich gemacht. Einer Schulden- und Transferunion wird der Riegel vorgeschoben.

In diesem Falle ist im Grunde auch kein verschärfter Stabilitäts- und Wachstumspakt mehr nötig. Diese Option käme als zweitbeste Lösung in Frage. Ohne Rettungs- und

Umverteilungsmechanismus werden die Anreize zum Schuldenmachen stark verringert. Weder andere Eurostaaten noch die EZB nehmen Kosten ab. Überschuldet sich unter diesen Rahmenbedingungen ein Staat, geht er Bankrott, ohne dass er aus dem Euro ausscheiden muss.

Diese Auflösung falscher Anreize erfordert jedoch auch radikale fiskalische Reformen. Alle, auch die relativ soliden Eurostaaten finanzieren indirekt einen Teil ihrer Staatsschulden über die EZB. Ein Verbot einer solchen Finanzierung verlangt daher eine bedeutende Einschränkung der Staatsausgaben und damit eine Stärkung des Privatsektors, dessen Gewicht drastisch wachsen würde. Strukturreformen zur Verringerung von Arbeitslosigkeit und Sozialausgaben wären dringend geboten.

Zugleich könnte die Gunst der Stunde genutzt werden, um das instabile Finanzsystem zu reformieren. Somit könnte die Verlockung der Politik, sich der Zentralbank zur Ausgabenfinanzierung mittels Geldproduktion zu bedienen, eingeschränkt werden. Ein Geldsystem, welches die Sichteinlagen und Banknoten vollständig durch Edelmetalle deckt, macht eine Kreditausweitung und künstliche Zinssenkung unmöglich und würde damit auch einer künstlichen Blasenbildung und Fehlinvestitionen Vorschub leisten. Ein sogenannter 100 % Goldstandard würde es Regierungen unmöglich machen, ihre Ausgaben durch Geldschöpfung zu decken. Außerdem würde das Finanzsystem endlich auf eine solide Basis gestellt, die Geldmenge könnte nicht mehr stark schwanken, Liquiditätsprobleme würden beseitigt, und die Gefahr künstlicher Aufschwünge und Rezessionen wäre stark begrenzt. Auch wenn hier nicht ausführlich auf Vor- und Nachteile eines solchen Systems eingegangen werden kann, muss nicht zuletzt in Hinblick auf die Finanz- und Eurokrise in diese Richtung mutig gedacht werden.

Das heutige Schuldenproblem sollte mittels einer Kombination der Optionen 1 und 6 gelöst werden und sich somit einer „deutschen Lösung“ nähern. Zum einen sollten die Regierungen sich von Einfluss trennen, indem sie ihre Staatsausgaben verringerten und Staatseigentum verkauften. Dies würde auch die Wettbewerbsfähigkeit vergrößern.

Jedoch sollten in keinem Fall Steuern erhöht werden, wie von der EU oftmals gefordert, sondern vielmehr gesenkt werden, um Wachstum zu generieren. Höhere Steuern sind der falsche Weg, um eine Wirtschaft, die unter einem überdimensionierten Staatssektor leidet, zu entlasten. Wenn der Privatwirtschaft Ressourcen entzogen und in den Staatssektor geleitet werden, fehlen sie dort, wo sie am nötigsten gebraucht werden. Die Privatwirtschaft kann durch Investitionen die notwendige Restrukturierung der Wirtschaften erleichtern und Wachstum sowie Arbeitsplätze generieren.

Grundsätzlich sollte man bei „Sparmaßnahmen“ und „Austerität“ differenzieren. „Austerität“ für den Staatssektor durch niedrige Steuern und Ausgaben bedeutet Expansion für den Privatsektor, dem mehr Ressourcen zur Verfügung stehen. Diese wünschenswerte „Austerität“ wird jedoch häufig mit höheren Steuern verwechselt. Höhere Steuern bedeuten, dass mehr Ressourcen aus dem Privatsektor abgezogen und dem Staat zugeführt werden. Sie bedeuten für den Staat nicht „Austerität“, sondern Expansion und würgen damit jeden möglichen Aufschwung ab. Vor diesem Hintergrund ist auch eine Finanztransaktionssteuer abzulehnen. Höhere Steuern bedeuten für jede Wirtschaftslage einen Rückgang der Privatinitiative. Gerade bei leidender Konjunktur und überdimensionierten Wohlfahrtsstaaten erdrücken sie endgültig eine mögliche Erholung. Eine Finanztransaktionssteuer belastet vor allem auch die Sparer, die ihre Ersparnisse möglichst klug

und flexibel anlegen wollen. Nachdem besonders die Peripherie über ihre Verhältnisse gelebt hat, würde eigentlich der Konsum wieder auf ein tragbares Maß zurückgefahren werden. Steigende Ersparnisse erleichtern die Umstrukturierung der überholten Wirtschaftsstruktur in diesen Ländern und können Unternehmen rekapitalisieren sowie neue Projekte finanzieren. Finanztransaktionssteuern belasten letztlich diesen Erholungsprozess.

Um die gegenwärtige Schuldenkrise zu lösen, sollten Banken und andere Gläubiger, die unverantwortliche Regierungen finanzierten, die Konsequenzen ihres Handelns tragen und Verluste hinnehmen. Da diese Verluste sehr wahrscheinlich eine Bankenkrise auslösen würden, sind hier weitere Reformen notwendig. Wie bereits erwähnt, sollte dies nicht als Nachteil, sondern vielmehr als Chance begriffen werden, das Finanzsystem grundlegend zu reformieren. Hier seien nur ein paar Möglichkeiten kurz skizziert. Eine private Rekapitalisierung des Bankensystems könnte mit einer Umwandlung von Gläubigern in Eigentümer kombiniert werden. So könnte die Solvenz der solideren Finanzinstitute gesichert werden. Untragbare Finanzinstitute sollten dem Konkurs anheimfallen. Zudem sollte das Geld selbst privatisiert werden und beispielsweise unter Nutzung von Zentralbankreserven ein 100 % Goldstandard etabliert werden, der künftige Finanz- und Staatskrise unwahrscheinlich macht und nachhaltiges Wachstum ermöglicht.

Schlussfolgerung

Die Schuldenkrise stellt die Eurozone vor große Probleme. Letztlich geht es darum, wer bereits entstandene Verluste zu tragen hat. Eine gerechte Verteilung stellt sie den Verantwortlichen in Rechnung. Um diese Schuldenprobleme in Zukunft zu vermeiden, sollten die Verantwortlichen diese Verluste tragen. Zudem sollte Eigenverantwortung dadurch gefördert werden, indem die direkten und indirekten Umverteilungsmechanismen des Eurosystems ausgeschaltet werden. Eine begleitende Geld- und Bankenreform bietet sich an, um Europa zu neuer Blüte zu verhelfen.

Von Philipp Bagus

Assistenzprofessor für VWL, Department of Applied Sciences, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid