

### 3.2 Währungsunion – unzureichende Konvergenz und Chance auf ein Happy End

---

Silberanteils und Erhöhung des Kupferanteils usw.). Beim Papiergeld wurden einfach mehr Scheine gedruckt, als der Deckung durch Gold oder andere Edelmetalle entsprachen. Das ging immer eine Weile gut, bis es dann irgendwann einmal nicht mehr gut ging, weil die Entwertung oder Verschlechterung des Geldes auffiel und das **Vertrauen ins Papiergeld verloren** ging.

Es gab und wird jedoch stets wieder neues Geld bzw. eine neue Währung geben, da ein Verzicht auf Geld sehr unpraktisch und mit großen Nachteilen verbunden wäre, zumal dann auch die Funktionen 1 und 2 verloren gehen würden.

Die Kalibrierungsfunktion und die Wertübertragungsfunktion von Geld lassen sich auch nutzen, wenn die Wertaufbewahrungsfunktion (z. B. durch mäßige Inflation oder Negativzinsen) beeinträchtigt ist. Schon in der Geschichte gab es Erscheinungsformen von Geld wie **Muschelgeld** oder **Knochengeld**, bei denen man zwar das Geld als Maßeinheit und Tauschmittel akzeptiert hatte, jedoch bemüht war, sich ganz schnell wieder vom Geld zu trennen, es also keineswegs zu horten. Muschelgeld drohte, brüchig zu werden und im wahrsten Sinne des Wortes kaputtzugehen und Knochengeld stank eben doch – ganz entgegen dem Volksmund »Geld stinkt nicht«. Also galt die Devise: schnell weitergeben und ja nicht horten. Wenn also die EZB den Bürgern die Geldhortung (siehe Kapitel 3.4) vergällen will, ist das nichts unbedingt Neues, sondern hat vieljährige Tradition.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Währungsverschlechterung und Entwertung des Geldes kein besonderes Problem unserer Zeit oder gar der Zentralbanken sind, sondern so lange existieren wie das Geld selbst.

### 3.2 Währungsunion – unzureichende Konvergenz und Chance auf ein Happy End

Der Euro stellt mit Abstand die größte Gemeinschaftswährung dar, die jemals in der Weltgeschichte gewagt wurde.<sup>14</sup> Nun ist es leider eine Tatsache, dass die historische Erfolgs- und Überlebensbilanz von Währungsunionen recht negativ ausfällt und die meisten Währungsunionen des 19. und 20. Jahrhunderts wieder aufgelöst wurden. Aus einer qualitativ hochwertigen Studie des US-amerikanischen Finanzdienstleisters Vanguard<sup>15</sup> ist zwar ablesbar, dass inklusive des Euro nur noch vier von ursprünglich 16 Währungsunionen der letzten beiden Jahrhunderte intakt sind. Die von den

Crash-Propheten gezogene Schlussfolgerung, der Euro sei deshalb chancenlos, geht jedoch an den Fakten völlig vorbei. Im Gegenteil:

- Erstens betrug selbst die durchschnittliche Lebenserwartung der Währungsunionen heute nicht mehr existierender Gemeinschaftswährungen weit mehr als das doppelte im Vergleich zu denjenigen von Einzelwährungen.
- Zweitens ist die Beendigung von Währungsunionen infolge von Kriegen oder aus politischen Gründen (z. B. Auflösung der Sowjetunion Ende 1991 nach fast 70-jährigem Bestehen) kein Argument gegen die Funktionsfähigkeit von Gemeinschaftswährungen. Und selbst wenn der Euro nach 62 Jahren ähnlich dem negativen Vorbild der Lateinischen Münzunion (1865-1927)<sup>16</sup> aufgelöst werden würde, hätten Sie ab heute noch über 40 Jahre Zeit, sich ganz gemütlich und ohne Panik darauf einzustellen ...

Bei neutraler Sicht und ohne ausgeprägte Schwarzmalerei ist zwar ein kräftiges Knirschen in der Eurozone wahrnehmbar, welches auf weitergehenden Anpassungs- und Integrationsbedarf hinweist. Jedoch gibt es keine Hinweise auf deren nahen Untergang oder Probleme, die mit gutem Willen nicht handhabbar wären. Ja, es gibt Licht und Schatten – aber keineswegs nur Schatten oder gar tiefe Dunkelheit.

#### **Knirschen in der Eurozone**

Eine zentrale politische Hoffnung bei der Errichtung der Eurozone bestand darin, durch eine Gemeinschaftswährung die **wirtschaftliche Konvergenz** (Angleichen wirtschaftlicher Verhältnisse, von der Produktivität bis hin zum Lebensstandard) der zugehörigen Staaten voranzutreiben. In der Tat zeigten die Jahre 1999 bis 2008 leichte Konvergenzfortschritte in Hinblick auf die Kriterien der relativen Wettbewerbsfähigkeit (Produktivität, Produktivitätswachstum und Entwicklung der Lohnstückkosten), Preise und Inflationsraten sowie Leistungsbilanzsalden. Nach der Finanzkrise des Jahres 2008 kam es jedoch eher zu einer Zunahme von **Divergenzen** (Auseinanderdriften) zwischen den verschiedenen Volkswirtschaften, was von Makroökonomern auch auf grundlegende **Unterschiede der Wirtschaftsmodelle** der EU-Staaten zurückgeführt wird.<sup>17</sup> So sanken beispielsweise die realen Pro-Kopf-Einkommen der Bürger in Italien, Spanien, Portugal, ja selbst Frankreich im Vergleich zu Deutschland ganz erheblich (von Griechenland gar nicht zu reden). Selbst wenn man Luxemburg als positiven Ausreißer aus der Betrachtung herausnimmt, weisen die wirtschaftlich stärksten EU-Länder ein rund 2,5-faches Bruttonettoprodukt pro Kopf im Verhältnis zu den schwächsten EU-Ländern auf. Kritisch bemerkenswert ist, dass die Schere auch in den letzten Jahren weiter auseinandergegangen ist.<sup>18</sup>

### 3.2 Währungsunion – unzureichende Konvergenz und Chance auf ein Happy End

Als Zwischenergebnis ist festzuhalten, dass es innerhalb der Eurozone einen Konsens dahingehend gibt, dass sowohl eine stärkere **reale Konvergenz** (Angleichung der Lebensstandards) als auch **zyklische Konvergenz** (Harmonisierung der Konjunkturzyklen, um die Verträglichkeit einer gemeinsamen Zins- und Geldpolitik zu erhöhen) erforderlich ist. Jedoch endet mit diesem Konsens bereits die Gemeinsamkeit, denn es gibt weder für die Fassung von klar messbaren Konvergenzziele noch für die Verabschiedung struktureller Reformen (stärkerer Wettbewerb innerhalb der EU, flexiblere Arbeitsmärkte und höhere, abgestimmte Investitionsquoten innerhalb der EU) eine gemeinsame Vorgehensweise.<sup>19</sup> Eine gewisse **Halbherzigkeit** ist unverkennbar.

#### **Ein einheitliches Zinsniveau passt nicht zur unterschiedlichen Wirtschaftskraft**

Vor der Währungsunion hatte jeder Staat seine eigene Währung – und damit sowohl ein individuelles Zinsniveau als auch die Möglichkeit der Wechselkursveränderung, sozusagen als Getriebeschlupf. Unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen wurden über die Wechselkurse ausgeglichen. Die bisher nicht gelungene Harmonisierung der Konjunkturzyklen (siehe oben) und unterschiedliche Produktivitäts-, Effizienz- und Auslastungsgrade können nach der Euro-Einführung jedoch nicht mehr durch eine differenzierte Höhe des Leitzins-Niveaus kompensiert werden.

Die nach dem US-amerikanischen Ökonomen John B. Taylor<sup>20</sup> benannte Taylor-Regel bildet eine Orientierungsgröße für das angemessene Zinsniveau einer Volkswirtschaft in Abhängigkeit von der erwarteten Inflationsrate sowie einer Reihe makroökonomischer Kenngrößen.<sup>21</sup> Nach ihr müsste der **Leitzins** per Ende 2019 in wirtschaftlich florierenden Ländern bei bis zu 5% (Niederlande), rund 4% (Deutschland und Finnland), jedoch in den derzeit konjunkturell schwächeren Südstaaten bei oder unter Null (Griechenland sogar unter minus 2%) liegen. Die EZB kann es daher nicht jedem Land »recht machen«, sondern lediglich einen **Kompromiss** finden, der sich jedoch überwiegend **an den Schwächsten orientiert**.

**Nicht vergessen: Es gab auch schon eine Euro-Zinssenkung wegen der Schwäche der deutschen Wirtschaft**

In der jüngeren Vergangenheit leiden die deutschen Bürger besonders unter der Nullzinspolitik. Populisten sprechen von Enteignung, Abzocke, Politikversagen und Verrat an deutschen Interessen. Zur Vervollständigung des Bildes sollten wir uns jedoch daran



erinnern, dass nach der Euro-Einführung im Jahr 1999 »Deutschland als der kranke Mann Europas« galt und die EZB mit Rücksicht auf über 5 Millionen Arbeitslose in Deutschland im Jahr 2005 (Quote: 11,7%) den gemeinsamen Leitzins senkte und künstlich niedrig hielt. Die hierdurch in den konjunkturell besser dastehenden Ländern ausgelöste Überhitzung sowie auch die durch zu billiges Baugeld ausgelöste Immobilienblase zum Beispiel in Spanien sind der »Preis«, den diese Länder für die Erholung der deutschen Wirtschaft bezahlt haben ...

#### Ungesunde Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen

Der Saldo der Leistungsbilanz eines Landes entsteht – vereinfacht gesagt – aus der Differenz der von einem Land exportierten und importierten Güter und Leistungen sowie des Transfers von Erwerbs- und Vermögenseinkommen zwischen In- und Ausland in einem Jahr. Leistungsbilanz**defizite erhöhen** folglich die Auslandsschulden, während Leistungsbilanz**überschüsse** die Auslandsschulden **senken** oder zum Aufbau von Auslandsforderungen führen. Um die gesamte Zahlungsbilanz zum Ausgleich zu bringen, muss also ein **Leistungsbilanzsaldo** durch einen **gleich hohen Kapitalbilanzsaldo** kompensiert werden – nur eben mit umgekehrtem Vorzeichen.

In Hinblick auf den Euro als Gemeinschaftswährung sind nun zwei Effekte relevant. **Erster Effekt:** Da die deutsche Wirtschaft in Hinblick auf Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit derzeit »eigentlich« einen höheren Wechselkurs vertragen würde (welcher Exporte verteuert und Importe verbilligt), baut Deutschland seit Jahren einen **Leistungsbilanzüberschuss im Verhältnis zu Nicht-EU-Staaten** auf, welcher zu einem **Wachstum von Auslandsforderungen** (= Kapitalexport) führt. Die betroffenen Staaten (z. B. USA) sind »not amused« – Deutschland wird als »Trittbrettfahrer« bzw. unredlicher Profiteur des niedrigen EU-Wechselkurses gegenüber Drittwährungen wahrgenommen. Dass gleichzeitig die Importe Deutschlands (z. B. Öl und Rohstoffe) wegen des niedrigen Euro-Kurses »zu teuer« sind, bleibt gerne unerwähnt. Der **zweite Effekt** bezieht sich auf das Verhältnis innerhalb der EU, bei dem die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse ebenfalls zu **wachsenden Forderungen** führen – jetzt **gegenüber EU-Partnerländern**. Diese Leistungsbilanzsalden erklären jedoch nur zum Teil die Problematik der sogenannten Target-Salden, die nachstehend erläutert werden.

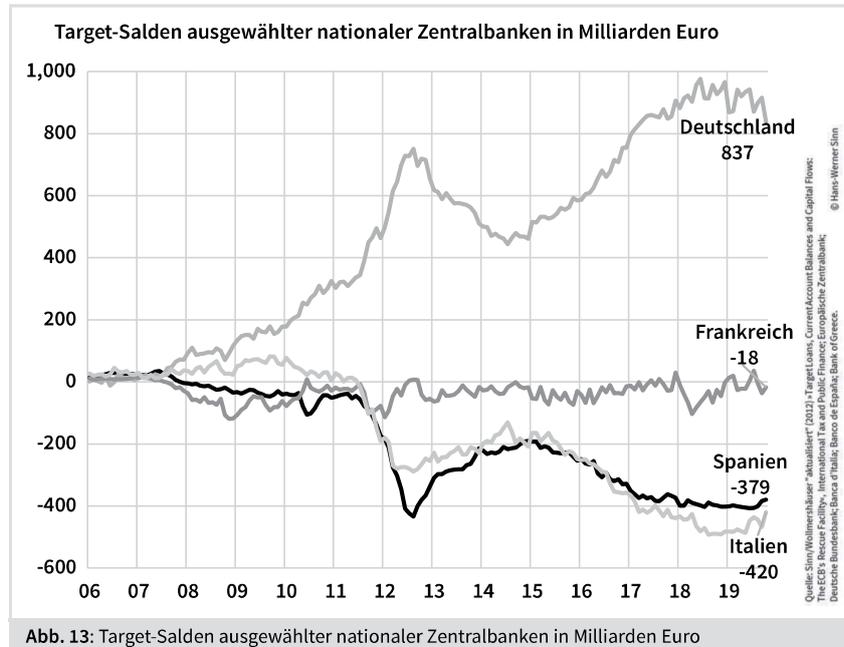
### **Problematische Target-Salden**

TARGET ist die Abkürzung für Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System<sup>22</sup> und kann ganz einfach als eine Art **Abrechnungskonto der EZB (Verrechnungsstelle) im Verhältnis zu allen nationalen Notenbanken** (also z.B. der Deutschen Bundesbank) verstanden werden. Begleitet beispielsweise ein deutsches Unternehmen eine Schuld beim französischen Handelspartner durch Überweisung, so führt dies über die Stufen Geschäftsbank und Deutsche Bundesbank letztlich zu einer Belastung des deutschen Target-Kontos bei der EZB (Erhöhung der Verbindlichkeit oder Senkung des Guthabens der Deutschen Bundesbank gegenüber der EZB), wodurch sich der entsprechende deutsche Target-Saldo verringert. Target-Salden entstehen jedoch nicht nur aus der Finanzierung von Leistungsbilanzungleichgewichten **zwischen EU-Staaten**, sondern auch aufgrund von Investitionen **im EU-Ausland** und den daraus verursachten Kapitalbewegungen. Erwirbt beispielsweise ein wohlhabender deutscher Rentner einen Altersruhesitz an der Ligurischen Küste, so führt die Kaufpreiszahlung letztlich zu einer Verringerung des Target-Guthabens der Deutschen Bundesbank bei der EZB und gleichzeitig zu einer Senkung des Minussaldos der italienischen Zentralbank bei der EZB.<sup>23</sup>

Vom ursprünglichen Zweck her sollten Target-Salden nur kurzfristige Überbrückungen im Zahlungsverkehr zwischen den EU-Staaten erleichtern – ganz wie ein Giro- oder Verrechnungskonto mit genehmigter Überziehungsmöglichkeit.<sup>24</sup> Jedoch sind aus der Idee der »kurzfristigen Überbrückung« von temporären Zahlungsungleichgewichten, insbesondere nach der Finanzkrise von 2008, größere und längerfristige Kredite geworden, die als **Forderungen oder Verbindlichkeiten der nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB** auflaufen und sich durch drei »**unselige Us**« ausweisen, denn sie sind derzeit

- unverzinslich<sup>25</sup>,
- unbesichert und
- unbegrenzt.

Hierauf hat Hans-Werner Sinn (damals noch in seiner Funktion als Präsident des Ifo-Instituts) bereits frühzeitig aufmerksam gemacht.<sup>26</sup> Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Target-Salden von Deutschland, Frankreich, Spanien und Italien.



Aus deutscher Sicht sind die hohen deutschen Target-Guthaben, die in Spitzenzeiten (2018/2019) dicht bei einer Billion Euro lagen, kritisch zu bewerten, da die EZB den Zentralbanken der Schuldnerstaaten die Mittel ohne jegliche Sicherheit zur Verfügung gestellt hat. Würde einer dieser Schuldnerstaaten einseitig die Zahlungsunfähigkeit erklären, so wären die EZB »eigentlich« überschuldet und die Forderungen an die EZB wertlos, u. a. auch die Target-Guthaben Deutschlands. Jedoch gibt es gute Argumente, dass eine Zentralbank nicht pleitegehen kann, weil sie aufgrund ihrer Möglichkeiten der Geldschöpfung niemals zahlungsunfähig wird.<sup>27</sup>

Zudem gibt es Beobachtungen, dass vermögende Bürger von wirtschaftlich schwachen EU-Staaten bei einer Zuspitzung von Krisensituationen Auslandsvermögen in stabileren EU-Staaten erwerben, welches letztlich durch eine Steigerung von Target-Salden (also wieder unverzinst, unbesichert und unbegrenzt) finanziert wird. Solche

### 3.2 Währungsunion – unzureichende Konvergenz und Chance auf ein Happy End

Vorgänge, deren Häufigkeit und Volumen noch näher zu analysieren wären, fördern das Gefühl der Entsolidarisierung innerhalb der Bevölkerung von Ländern mit hohen Target-Guthaben. Womit wir beim nächsten Thema wären.

#### **Euro-Unzufriedenheit, aufkommender Nationalismus und Populismus**

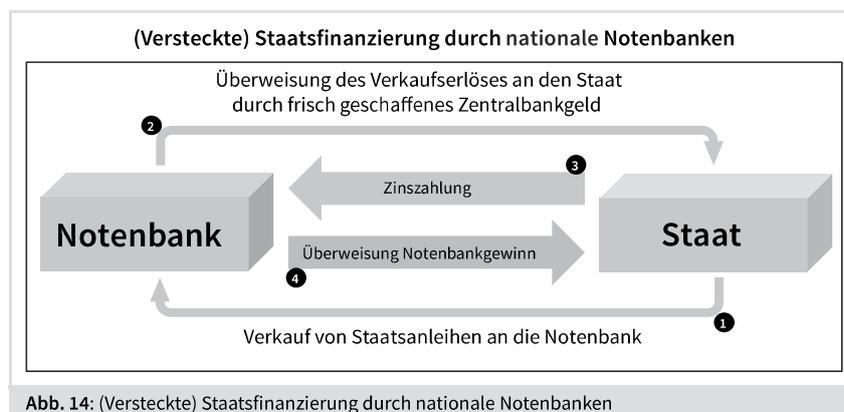
In den letzten Jahren ist ein Erstarken von Parteien beobachtbar, die eher am rechten oder auch linken Ende des politischen Spektrums anzusiedeln sind. **Eurokritische Aussagen** – meist verbunden mit der (unbewiesenen) Argumentation, dass es den Bürgern der eigenen Nation ohne Euro besser gehen würde – machen Stimmung für den Austritt aus der Eurozone bis hin zur Aufforderung der Erklärung eines Staatsbankrotts des eigenen Landes (um damit die Forderungen der anderen EU-Staaten abzuschütteln). Dass es sich bei dieser Problematik keineswegs um regionale Phänomene oder Einzelbeobachtungen handelt, zeigt eine von der EU-Kommission zur Verfügung gestellte interaktive Karte der Euro-Staaten mit dem Namen »The geography of EU discontent« (Die Geographie der Unzufriedenheit mit der EU). Hier kann man den prozentualen Anteil der Wähler ablesen, die für eine Partei gestimmt haben, welche sich in ihrem Programm und ihrer Kommunikation als Gegner einer EU-Integration dargestellt hatte. Die interaktive Karte ist sehr detailliert gegliedert und unterscheidet die Ablehnungsquote nach über 63.000 europäischen Wahlkreisen.<sup>28</sup> Bemerkenswert ist hier die Erkenntnis, dass beispielsweise zum Zeitpunkt der Entscheidung für den Brexit im Jahr 2016 die grundsätzliche EU-Ablehnungsquote in sieben anderen EU-Staaten noch höher war als in Großbritannien, sowie in zentralen EU-Staaten wie Österreich, Dänemark und Frankreich über 25 % der Wähler europafeindliche Parteien wählten. Eine Vielzahl weiterer spannender Analyseergebnisse sind unter dem in der Endnote vermerkten Link nachlesbar.<sup>29</sup>

#### **Vertrauensverlust durch gebrochene Versprechen und »Sündenfälle«**

Die Kommunikationspolitik der EZB der letzten Jahre ist – selbst wenn man in seinem Urteil sehr milde ist – mangelhaft bis schlicht unakzeptabel.

Nur als Beispiel ein Detail der irischen Bankenrettung als Folge der globalen Finanzmarktkrise des Jahres 2008: Seit der Einführung des Euro wurde den Bürgern versichert, dass in der Eurozone keine versteckte Staatsfinanzierung durch Zentralbanken betrieben werde. Als dann jedoch im Januar 2009 die Anglo Irish Bank in die

Insolvenz zu gehen drohte, wurde sie durch Verstaatlichung (ein typischer Fall von Notverstaatlichung) »gerettet«. Verluste in insgesamt zweistelliger Milliardenhöhe wurden auf den irischen Steuerzahler überwälzt und die irische Zentralbank stellte durch einen Überbrückungskredit die Finanzierung sicher. Rund zwei Jahre später geschah dann jedoch der **Sündenfall**, den man anhand der nachstehenden Abbildung nachvollziehen kann.



Der irische Staat begab zur langfristigen Finanzierung der zur Rettung erforderlichen Mittel eine Staatsanleihe in Höhe von ca. 30 Milliarden Euro und verkaufte diese umgehend an die irische Notenbank (**Schritt 1**). Diese überwies dem Staat den Gegenwert (**Schritt 2**), womit die Finanzierungslücke zunächst einmal geschlossen war. Ob der irische Staat eine Anleihe am internationalen Kapitalmarkt in der damaligen Situation überhaupt verkauft bekommen hätte und wie hoch der Risikozuschlag hierfür gewesen wäre, bleibt dahingestellt. Aber es kommt noch besser. Denn die Zinsen, die der irische Staat nun für die Staatsanleihe an die irische Notenbank überweist (**Schritt 3**), kommen als Notenbankgewinn postwendend wieder zum irischen Staat zurück (**Schritt 4**). Das ist Staatsfinanzierung in Reinform und erinnert sofort an Freiherr von Münchhausen, der sich der Sage zufolge samt Pferd am eigenen Schopf wieder aus dem Schlamm zog, in den er geraten war.

### 3.2 Währungsunion – unzureichende Konvergenz und Chance auf ein Happy End



Abb. 15: Münchhausen zieht sich am eigenen Schopf aus dem Sumpf (Quelle: Zeichnung von Theodor Hosemann (1807-1875), Wikipedia)

Der »Doppelpass«, den der irische Staat und seine Zentralbank gespielt hatten, war mit der EZB abgestimmt und geht auf ein seit 2003 bestehendes, jedoch bis zum 5. Februar 2016 geheim gehaltenes Abkommen zwischen der EZB einerseits und den nationalen Zentralbanken des Euro-Systems andererseits zurück, welches heute unter dem Kürzel »ANFA« (Agreement on Net Financial Assets) bekannt ist. Es mag sein, dass das geldpolitische Manöver letztlich im Interesse Europas war und

ist und dass Alternativen für Irland, aber auch die gesamte Eurozone schlechter, teurer oder rufschädigender geworden wären. Dass jedoch erst Jahre später, nach einer geradezu detektivischen Recherche des Doktoranden Daniel Hoffmann<sup>30</sup>, das Eingeständnis der EZB über die versteckte (oder offene) Staatsfinanzierung Irlands erfolgte, ist natürlich nicht vertrauensbildend.

Heute wissen wir, dass der Sündenfall Irland mit ca. 30 Milliarden Euro vergleichsweise klein war und insgesamt in der Spitze über 720 Milliarden Euro Zentralbankgeld auf Basis der ANFA-Vereinbarung durch nationale Zentralbanken, insbesondere von Italien und Frankreich, an der EZB vorbei in Umlauf gebracht und zur Finanzierung nationaler Erfordernisse verwendet wurden.



Die spätere Stellungnahme von Christine Lagarde, damals Präsidentin des IWF und seit 1. November 2019 Präsidentin der EZB, ist ehrlich und zeigt das Dilemma der Eurozone auf: »Wir verletzen alle Rechtsvorschriften, weil wir einig auftreten und wirklich die Euro-Zone retten wollten ... Der Vertrag von Lissabon war eindeutig. Keine Rettungsaktionen.«<sup>31</sup>

Zur Erläuterung: Der im Vertrag von Lissabon<sup>32</sup> versprochene Verzicht auf Rettungsaktionen – auch als »No-Bailout-Klausel« bekannt – bedeutet »kein gegenseitiges Einstehen«, d. h., dass jedes EU-Land für seine Schulden selbst haftet und Risiken und Verluste nicht auf die anderen Volkswirtschaften abwälzen oder verteilen darf. Niemand wird von den anderen »gerettet« oder aus der Schwierigkeit »herausgepaukt«. Jedoch hätten es Irland wie auch Griechenland, Spanien, Portugal (und vielleicht auch andere EU-Staaten wie z. B. Italien) aus eigener Kraft nicht geschafft. Also erwies sich die »No-Bailout-Klausel« als nicht haltbar und musste klammheimlich bzw. »durch die Hintertür« aufgegeben werden. Es verwundert nicht, wenn Populisten und Euro-Gegner diesen und weitere ähnliche Vorgänge zum Anlass nehmen, gegen die »Euro-Bürokraten« zu hetzen und eine Stimmung des »Die da oben gegen uns da unten« zu schaffen, wie im Bericht der EU-Kommission nachgewiesen.<sup>33</sup>

In diese Kerbe – von den Crash-Propheten nahezu ausnahmslos ebenfalls bedient – soll hier jedoch nicht geschlagen werden. Weder die handelnden Regierungen

### 3.2 Währungsunion – unzureichende Konvergenz und Chance auf ein Happy End

noch die EZB noch das IWF hatten und haben die Schädigung und Enteignung der europäischen Bürger als Ziel. Auch hier ist wieder Versachlichung geboten und das geschürte Feindbild abzulehnen. Jedoch wird erkennbar, dass die bisherigen Regelungen rund um die Eurozone nicht ausreichen, um die Einheitswährung langfristig und auch in Krisensituationen lebensfähig zu halten. Und dass gegebene Versprechungen von der Politik an die Bürger schlichtweg nicht (immer) zu halten sein werden. Die »No-Bailout-Klausel« im Vertrag von Lissabon war und ist mit einer dauerhaften Gemeinschaftswährung nicht vereinbar und das politische Wunschdenken mit der geldpolitischen Realität in diesem Fall nicht in Übereinstimmung zu bringen, wie auch die nachfolgende Metapher zeigt.

#### »Europäische Seilschaft«

Stellen Sie sich die Gemeinschaftswährung und den Prozess der europäischen Integration als eine europäische Gruppe von Bergsteigern vor, die gemeinsam eine schwere Tour gehen wollen und sich dafür mit einem Seil gegenseitig sichern. Erstens ist klar, dass die Schnelleren nun auf die Langsameren warten müssen und nicht etwa die Langsameren so flott auf Tempo trainiert werden können, dass sie den Schritt der Schnelleren mitgehen können. Zweitens ist klar, dass man bei einem Problem einzelner Bergsteiger (Wasserblase beim Griechen, Zerrung beim Iren, temporäre Unterzuckerung beim Deutschen usw.) nicht einfach den gerade Schwächeren vom Seil abschneiden und den Wölfen überlassen kann. Würden Sie sich einer Seilschaft ohne »Rettungsaktionen« anschließen? Oder würden Sie nicht eher beim Angebot, sich der Seilschaft anzuschließen, »Nein, danke« sagen, wenn Sie wüssten, dass Sie vom Seil abgeschnitten würden, sobald Sie Schwäche zeigen und die Wölfe näher kommen?

In der Phase nach der Finanzkrise 2008 gerieten Irland, Griechenland, aber auch Spanien, Portugal und Italien zeitweise in das Visier von Hedgefonds (ein Vergleich mit den Wölfen drängt sich auf, aber man sollte nicht die Wölfe beleidigen) und wären von diesen – immer schön einer nach dem anderen – angegriffen und wirtschaftlich ruiniert worden. Mit Riesengewinnen für die Hedgefonds und um ein Vielfaches höheren Verlusten für die betroffenen Staaten, deren Bürger und die gesamte Eurozone. Dass diese Behauptung weder übertrieben noch Theorie ist, wird erkennbar, wenn man das Spiel »Soros gegen die Bank von England« nachverfolgt, bei dem ein



### 3 Harte Fakten

---

Hedgefonds-Manager am 16. September 1992 mit einer Spekulation gegen das britische Pfund über eine Milliarde US-Dollar Gewinn machte (das war damals viel Geld!) und eine Krise und spätere Auflösung des Europäischen Währungssystems (EWS) auslöste.<sup>34</sup>

Durch den faktischen Bruch des Vertrages von Lissabon (siehe Fall Irland) sowie eine Reihe sonstiger Gegenmaßnahmen, die am 26. Juli 2012 in der »Whatever it takes«-Rede Mario Draghis gipfelte<sup>35</sup>, wurde erfolgreich verhindert, dass die Eurozone das Schicksal des Europäischen Währungssystems von 1992 teilte und von Hedgefonds »filetiert« wurde. Die deutsche *Tagesschau* kommentierte: »Nicht die dreistelligen Milliardenhilfen retteten den Euro, sondern drei einfache Wörter: »Whatever it takes.«<sup>36</sup>

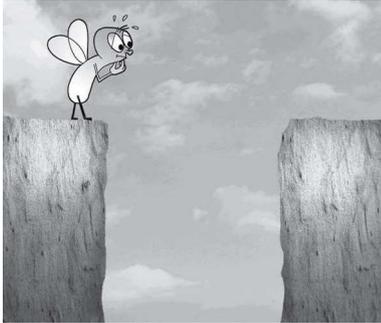


*«Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough!«*

*»Die EZB ist dazu bereit, im Rahmen ihres Mandates alles Nötige zu tun, um den Euro zu erhalten. Und glauben Sie mir, das wird genug sein!«<sup>37</sup>*

Entweder hätte die Bergsteigergruppe die Idee mit der Seilschaft von Anfang an verwerfen müssen (also die Gemeinschaftswährung gar nicht erst begründen) oder sie muss zu den Konsequenzen des gemeinsamen Bergsteigens am Seil stehen. Nachdem die Eurozone bereits rund zwanzig Jahre auf Tour ist, würde der Weg zurück jedoch schmerzhaft und teuer. Dass die Regierenden die früher abgegebenen Versprechungen (keine Rettungsaktionen, keine Haftungsgemeinschaft, Beibehaltung einer nationalen Einlagensicherung etc.) gebrochen hatten, ist nicht schön und nicht vertrauensfördernd. Ihnen jedoch Verrat, Enteignung und andere Schandtaten vorzuwerfen, ist ebenfalls nicht fair. Denn die Alternative des tatenlosen Zusehens einer Filetierung der Eurozone durch mächtige Hedgefonds hätte einen enormen Kollateralschaden für alle europäischen Staaten und deren Bürger verursacht. Vieles spricht heute dafür, die europäische Integration nun doch zu vollenden und sich für die gebrochenen Versprechungen einfach zu entschuldigen.

### 3.2 Währungsunion – unzureichende Konvergenz und Chance auf ein Happy End



#### **Chance auf ein Happy End**

Halbherzigkeit ist oftmals ein schlechter Ratgeber:

Man kann nicht vorsichtig über eine Schlucht springen.

Gerade der Versuch, durch Vorsichtigkeit ein Risiko zu vermeiden, kann selbst zu einem erheblichen Risiko werden. Diese Überlegung gilt auch für den Euro als Gemeinschaftswährung. Er kann und wird nur dauerhaft überleben, wenn die politische und wirtschaftliche Integration Europas vorangetrieben und aktuell noch bestehende Konstruktionsfehler durch weitere Reformen beseitigt werden.

Die Argumentation der Kritiker der Eurozone geht häufig dahin, auf die aktuell noch bestehenden Mängel des Euro als Gemeinschaftswährung hinzuweisen und diesen mit dem leuchtenden Vorbild des US-Dollars zu vergleichen. Hierbei wird jedoch die Tatsache übersehen, dass das Finanz- und Währungssystem der USA zum Erreichen der heutigen Ausbaustufe rund 180 Jahre benötigt hat! Und dass auch dort zunächst eine Vielzahl von Anläufen zur Errichtung einer vollständigen Währungsunion zunächst an »Befindlichkeiten«, kulturellen Unterschieden und wirtschaftspolitischen Differenzen scheiterten.<sup>38</sup>

*»Die wichtigste Lektion aus der währungspolitischen Geschichte der USA ist, dass der Weg hin zu einer vollständigen Währungsunion mit Fiskal-, Banken- und politischer Union lang und mühsam sein kann. ... Es brauchte daher viel Zeit, Geduld und Kompromissbereitschaft, um eine vollständige Währungsunion zu erzielen.«<sup>39</sup>*

Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick der wichtigsten noch ausstehenden Umsetzungsschritte, die erforderlich bzw. unverzichtbar sind, um den Euro zu einer wirklich langfristig stabilen Gemeinschaftswährung werden zu lassen.

### 3 Harte Fakten

Erforderliche Reformen/zu schließende Lücken	Bedeutung	Bewertung des Fortschritts
Entwicklung eines europäischen Rettungsplans zur gemeinsamen Bewältigung von Finanzkrisen	unerlässlich	erste Gespräche
Zulassung von automatischen Budgetstabilisierungsmaßnahmen zur Gewährleistung einer abgestimmten Fiskalpolitik zur Abmilderung konjunktureller Schwankungen	unerlässlich	bestenfalls Anfangsphase
Einrichtung einer Fiskalunion mit einem neuen europäischen Schatzamt zur Steuerung der Finanzpolitik	sehr wichtig	erste Gespräche über eine Reform
Einrichtung einer Bankenunion mit Bankenaufsicht, Einlagensicherung, gemeinsamer Regulierung und einem Beilegungsverfahren	sehr wichtig	nur in Teilen verwirklicht
Vergemeinschaftung von Schulden (z. B. durch Schaffung von Euro-Bonds)	relativ wichtig	hängt derzeit fest
Abbau von Hürden für die Arbeitskräfte-mobilität (Übertragbarkeit von Pensionsansprüchen, wechselseitige Anerkennung von Qualifikationen, Erhalt von sozialer Versorgung)	relativ wichtig	erste Gespräche über eine Reform

**Tab. 1:** Liste der zu beseitigenden Mängel in der Konzeption des Euro, um langfristig ein Auseinanderfallen zu verhindern (Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Vanguard)

Wie wahrscheinlich es ist, dass die sachlich notwendig erkannten Reformen politisch auch tatsächlich durchsetzbar sind, kann nicht seriös vorhergesagt werden. Jedoch ist im bisherigen Prozess erkennbar, dass als völlig unrealistisch betrachtete Konvergenzschritte im Zeitablauf oder in Situationen großer Not dann doch machbar waren. Gerade in der Politik entsteht der Weg oftmals beim Gehen ...

Die Tabelle enthält mehrere »harte Nüsse«, in denen noch viel politischer »Sprengstoff« steckt und aus welchen – gerade im Zusammentreffen mit äußeren Bedrohungen, wie zwischenstaatlichen Konflikten, Krisen und Kriegen, starker oder sogar weltweiter Rezession, unerwartet heftigen wirtschaftlichen Auswirkungen des Klimawandels usw. – schwer quantifizierbare Scheiterrisiken resultieren.

Gleichzeitig ist zu bedenken, dass die Wahrscheinlichkeiten für ein kurzfristiges Eintreten der Risiken eher gering sind, die ersten zwanzig Jahre hat die Eurozone immerhin – wenn auch mit Hilfe einiger gebrochener Versprechungen – trotz all dieser Defizite überstanden. Und sogar trotz Bestehens einiger zusätzlicher Mängel, die erst Zug um Zug im Laufe der letzten Jahre beseitigt wurden.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das aktuell noch laufende Experiment Euro als größte Währungsunion der Welt nach zwanzig Jahren bereits ein paar Kinderkrankheiten überlebt hat, jedoch noch lange nicht erwachsen ist. Eine Prognose der Zukunft der Gemeinschaftswährung ist – wie alle Prognosen – unseriös, zumal eine Fülle von schwächenden wie auch stärkenden Faktoren aus der Politik die makroökonomische Logik überlagern. Natürlich ist es möglich, dass die Währungsunion im weiteren Reformprozess von innen heraus zerbricht oder an unvorhersehbaren externen Verwerfungen scheitert. Dass dies jedoch in Kürze passiert, ist wohl eher unwahrscheinlich. Auch zeigt das Beispiel der 180-jährigen Aufbauhistorie des US-Dollar, dass auch die Eurozone eine Zukunftschance hat. Selbst mehrere extreme Belastungssituationen hat die Eurozone – zwar mit Knirschen, aber immerhin – überlebt. Während der Volksmund sagt: »Totgesagte leben länger«, muss man Mario Draghi wohl die Richtigkeit dieses Zitates zubilligen:

*»Man kann auch an eingebildeten Krankheiten sterben.«*

Die stärkste aktuelle Belastung für die Eurozone ist die fortdauernde und sich verschärfende Null- und Negativzinssituation, welche die einzelnen Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich stark trifft.

### **3.3 Das Ende positiver Zinsen – Null ist nicht die kleinste Zahl**

#### **Ökonomische Zeitpräferenz als Begründung positiver Zinsen**

Dass man für die Anlage von Kapital einen positiven Zins erhält, galt bis vor wenigen Jahren als Selbstverständlichkeit, die nicht mehr weiter hinterfragt werden muss. Es schien auf den ersten Blick offensichtlich, dass es positive Zinsen geben müsse, da Menschen ihre Bedürfnisse lieber heute als morgen befriedigen und man ihnen eine