

Finanzpolitische Grundlagen der Stabilisierung des Euro

Hans Reckers

Zehn Jahre ist es nun her, dass der Euro die D-Mark als Zahlungsmittel abgelöst hat, seit dreizehn Jahren gibt es den Euro. Dass es derzeit wenig Grund zum Feiern gibt, liegt nicht etwa an der Stabilität der Währung selbst, sondern an den unzureichenden Rahmenbedingungen, die in den vergangenen zwei Jahren die Schwächen des einheitlichen Währungssystems offengelegt haben. Während es vor zehn Jahren nicht denkbar gewesen wäre, dass mehrere Eurostaaten haushaltspolitisch ins Wanken geraten könnten, wissen wir heute – auch die von den früheren Weichwährungen geprägten Politiker –, dass für die Stabilität eines über nationale Grenzen hinweggehenden Währungsraumes nicht nur die Geldwert- und Finanzmarktstabilität sowie solide und wettbewerbsfähige Volkswirtschaften notwendig sind, sondern eben auch strenge Regeln für die Haushalts- und Finanzpolitik.

Kennziffern einer Währung

Die südeuropäische Staatsschuldenkrise hat den Euro in Bedrängnis gebracht, obwohl Geldwertstabilität und Wechselkurs weiterhin für den Euro als stabile Währung sprechen. Es lohnt sich, diese beiden zentralen Kennziffern einer Währung in einem größeren Zusammenhang zu betrachten.

Geldwertstabilität ist bei weltweit offenen globalen Märkten heute viel leichter erreichbar als früher. Wenn die nachfragenden Wirtschaftssubjekte in globalem Maßstab in andere Regionen und

auf vergleichbare Produkte ausweichen können, haben es die Anbieter deutlich schwerer, Preiserhöhungen durchzusetzen. Deshalb kann heute die Preisstabilität gewahrt werden, obwohl sich weltweit eine sehr hohe Liquidität bei sehr niedrigen Zinsen gebildet hat.

Bei der Beurteilung des Wechselkurses des Euro muss berücksichtigt werden, dass sich Währungen relativ, das heißt in Relation zur Situation anderer Währungen, entwickeln. Beispielsweise ist die Bewertung der europäischen Gemeinschaftswährung auch davon abhängig, wie sich der US-amerikanische Dollar, das britische Pfund oder der japanische Yen entwickeln. So haben die USA, Großbritannien oder Japan derzeit äußerst hohe Verschuldungsgrade und enorme Wirtschaftsprobleme, sodass die europäischen Probleme im Vergleich nicht unbedingt schwerwiegender sind. Deshalb ist der Wert des Euro gegenüber diesen Währungen auch weiterhin vergleichsweise stabil.

Staat und Währung

Es ist historisch gesehen und im internationalen Vergleich kein Zufall, dass im Regelfall Staat und Währung übereinstimmen. Eine Währung braucht mittelfristig – durch Krisenzeiten hindurch – einen stabilen staatlichen Rahmen. Deshalb gibt es sehr selten mehrere Währungen in einem Staat oder dauerhafte Währungsunionen zwischen verschiedenen Staaten. Ein Währungsraum verlangt sowohl nach einer einheitlichen Geld- und

Währungspolitik als auch nach einheitlicher Haushalts- und Wirtschaftspolitik. Die Stabilität einer Währung ist eng an die wirtschaftliche Entwicklung und die Bonität eines Staates, den damit verbundenen Zugang zum Kapitalmarkt und die entsprechenden Kapitalflüsse gekoppelt.

Daher wurde vor der Einführung des Euro in der Wirtschaftswissenschaft und der Politik mehrheitlich die sogenannte „Krönungstheorie“ vertreten: Diese besagt, dass eine gemeinsame europäische Währung erst als „Krönung“ nach vorher erreichter politischer Union, also einem europäischen Bundesstaat, erlangt werden kann. Bereits im Rahmen der Diskussion um den Werner-Plan, der 1971 eine engere Koordinierung der Wirtschaftspolitik sowie der Geld- und Finanzpolitik vorschlug, wurden die Bedingungen für einen einheitlichen Währungsraum diskutiert. Als Gegenstück zur Krönungstheorie entstand die Lokomotivtheorie beziehungsweise die Basistheorie. Sie geht davon aus, dass eine gemeinsame Währung die Integration weiter fördern kann und eine engere wirtschafts- und finanzpolitische Union nach sich ziehen würde. Helmut Kohl, einer der Väter der europäischen Gemeinschaftswährung, war ein Verfechter der Basistheorie. Schließlich war ein europäischer Bundesstaat schon damals kaum denkbar und bleibt auch in naher Zukunft unwahrscheinlich. Deshalb war es notwendig, stabilisierende Begleitentscheidungen bei der Einführung des Euro zu treffen, insbesondere den Stabilitäts- und Wachstumspakt.

Neben der stabilitätsorientierten Finanzpolitik waren weitere zentrale Voraussetzungen bei der Einführung des Euro notwendig: die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank und eine gewisse Homogenität der Teilnehmerländer. Bis heute hat sich die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank bewährt, auch wenn einige Unkenrufe das Gegen-

teil behaupten. Die Geldentwertung seit der Einführung des Euro ist geringer ausgefallen als während der letzten zehn Jahre der D-Mark trotz unterschiedlicher wirtschaftlicher Entwicklungen im Euroraum. So berichtete das Statistische Bundesamt im Dezember 2011, dass die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate in Deutschland von Januar 2002 bis November 2011 bei 1,6 Prozent lag, während sie in den zehn Jahren davor noch 2,2 Prozent betrug. Dass die Europäische Zentralbank derzeit im Zuge ihrer Staatsanleihenkäufe und der Ausweitung ihrer Tender mit der Politik in Europa kooperiert, beeinträchtigt noch nicht ihre Unabhängigkeit. Geldpolitisch hat sie auch in den vergangenen Monaten ihre Unabhängigkeit unter Beweis gestellt.

Fehlende Konvergenz der Volkswirtschaften

Die für die Homogenität der Eurostaaten notwendige Konvergenz in der wirtschaftlichen Entwicklung hat jedoch nicht in dem Maße stattgefunden, wie es für den einheitlichen Währungsraum notwendig gewesen wäre. Erschwert wurde dies durch Inflationsdifferenzen, die vor der Einführung des Euro durch Abwertungen ausgeglichen werden konnten. Da das Instrument der Abwertung in einer gemeinsamen Währung nicht zur Verfügung steht, führen Inflationsdifferenzen zwischen mehreren Ländern in der Währungsunion dazu, dass einige Länder an preislicher Wettbewerbsfähigkeit und damit Marktanteile verlieren. Die Währungsunion erzwingt somit ein gewisses Gleichmaß an Kostenentwicklungen, weil ein Land sonst unausweichlich Marktanteile verliert.

Die Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Volkswirtschaft entwickelte sich aber tatsächlich auf unterschiedlichen und teilweise gegensätzlichen Pfaden. Während Deutschland beispielsweise seine Lohnkosten in den vergangenen Jahren

senken konnte, stiegen diese in Mitgliedstaaten wie Spanien, Portugal oder Griechenland deutlich an. Laut Index der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) zum Beispiel hatten die Lohnstückkosten von 2000 bis 2010 in Deutschland um lediglich sechs Prozent zugenommen, während sie in Griechenland um 31,9 Prozent und in Italien sogar um 41 Prozent zulegten. Darüber hinaus erzeugte überschüssige Liquidität, die sich nun in bestimmten Assetklassen und weniger in einer Geldwertsteigerung konzentrierte, in Spanien beispielsweise eine Immobilienblase und blähte einen Bausektor auf, der tatsächlich wesentlich kleiner gewesen wäre. In Griechenland sorgten günstige Zinsen und strukturelle Probleme in der Verwaltung für eine Aufblähung des Regierungsapparates und staatlicher Zuwendungen. Hinter dem starken privaten Konsum der Jahre vor der Krise in Griechenland stand damit weder eine nachhaltige Einkommens- noch Wirtschaftsentwicklung.

Eine stabile Währung kann nicht ohne eine wettbewerbsfähige Wirtschaft gewährleistet werden. Insofern ist die Stabilität einer Währung auch Ausdruck der wirtschaftlichen Leistungskraft des Währungsraumes.

Zu geringe Zinsabstände

Im Rückblick ist es erstaunlich, dass die Zinsabstände der Staatsanleihen im Euroraum seit der Einführung des Euro so lange Zeit so gering waren. Die Märkte hatten offenbar mit dem Wegfall des Währungsrisikos und bis zum Ausbruch der Finanzkrise die bestehen gebliebenen Bonitätsunterschiede weit unterschätzt. Erst in der Finanzkrise und im Zuge zusätzlicher Staatsverschuldungen aufgrund von Konjunkturprogrammen und anderen Stabilisierungsmaßnahmen haben sich wieder hohe Zinsdifferenzen gebildet. Genauer gesagt, sind Finanzkrisen

wie diese auch dadurch gekennzeichnet, dass die Zinshöhen in beide Richtungen hohe Ausschläge zeigen: Bei bonitätschwachen Ländern können die Zinsen explodieren, während „Flight to Quality“ in starken Volkswirtschaften – wie im Falle Deutschlands – zu extrem niedrigen Zinssätzen und neulich in Dänemark sogar zu negativen Zinssätzen führt.

Die geringen Zinsabstände haben gleichzeitig für viele Mitgliedstaaten wenig Anreize gesetzt, die eigene Haushalts- und Finanzpolitik nachhaltig auszurichten. Die Refinanzierung bestehender Schulden wurde erheblich erleichtert. Gleichzeitig wurden 2004 die Maastrichtkriterien aufgeweicht und damit ein zusätzlicher Anlass für Misstrauen in die Durchsetzbarkeit der Stabilitätskriterien geschaffen. Die Finanzkrise hat diese strukturellen Probleme der Eurozone schonungslos offengelegt. Der institutionelle Rahmen des Euro war offensichtlich unzureichend. Wettbewerbsfähigkeit und Finanzdisziplin einiger Länder entsprachen nicht den Maßstäben einer stabilen Währung.

Notwendige Maßnahmen zur Bekämpfung der Schuldenkrise

Im Zuge der Staatsschuldenkrise hat die Politik nun zu Recht erkannt, dass ein erheblicher Reformbedarf im institutionellen Rahmen der Währungsunion, aber auch in den Mitgliedstaaten selbst besteht. Für Eurostaaten wie Italien, Spanien, Portugal oder Griechenland haben die internationalen Investoren mithilfe erheblicher Zinsaufschläge bereits Reformen erzwungen. Die Finanzierungspakete von IWF, EU und der EZB sind ebenso mit harten Reformauflagen für die jeweiligen Mitgliedstaaten verbunden. Neben diesen Maßnahmen sind weitere Schritte auf europäischer Ebene erforderlich, um Haushaltsdisziplin im Währungsraum wiederherzustellen und das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen.

Das Bündel von Maßnahmen zur Überwindung der Staatsschuldenkrise, das die europäischen Regierungen auf den Weg gebracht haben, enthält mehrere Bestandteile:

Erstens: Von zentraler Bedeutung ist die Wiederherstellung der Kreditwürdigkeit der betroffenen Länder, insbesondere Italiens und Spaniens, damit diese Länder wieder Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten erhalten. Wünschenswert wäre, dass diese Länder eine höhere inländische Quote für den Absatz ihrer Staatstitel erreichen, sodass sie nicht mehr im bisherigen Ausmaß auf die globalen Kapitalmärkte angewiesen sind. Die Einführung von Schuldenbremsen in allen Eurostaaten, wie sie auf dem Gipfel der Staats- und Regierungschefs am 8. und 9. Dezember 2011 beschlossen wurde, verpflichtet diese zur Wiederherstellung ihrer Kreditwürdigkeit. Italien und Spanien sind mit ihren neuen Regierungen auf dem Weg dorthin.

Zweitens: Bei Verstößen gegen die Verpflichtungen zu einer stabilen Finanzpolitik greifen wirksame Sanktionen. Dazu haben sich die Mitglieder der Europäischen Union im Rahmen des sogenannten „Six Pack“, eines Pakets von fünf Verordnungen und einer Richtlinie zur Stärkung der wirtschafts- und finanzpolitischen Zusammenarbeit im Euroraum und der EU, sowie auf ihrem Gipfel im Dezember 2011 in Brüssel geeinigt. Danach können Strafen aufgrund von Verstößen gegen die Verschuldungskriterien nur noch mit qualifizierter Mehrheit der Eurostaaten gestoppt werden. Zudem sollen die Schulden, die über der Grenze von sechzig Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) liegen, innerhalb von drei Jahren um fünf Prozent abgebaut werden. Die Wachstumsrate der Ausgaben darf nicht über der mittelfristigen Wachstumsrate des BIP des jeweiligen Landes liegen.

Drittens: Die Errichtung eines europäischen Rettungsfonds war eine institutionell notwendige Ergänzung des Rahmens für einen stabilen Euro. In Krisenfällen muss ein hinreichendes Volumen verfügbar sein, damit in den Finanzmärkten nicht erfolgreich gegen eine Währung spekuliert werden kann. Dass die Errichtung des permanenten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) vorgezogen wurde, war dabei die richtige Entscheidung. Er kann einen festen institutionellen Rahmen bieten, der dauerhaft in Schieflage geratenen Ländern Unterstützung zur Verfügung stellt bei gleichzeitigen Auflagen zum Schuldenabbau. Auch die erste Rate der Bareinlagen von bisher 4,3 Milliarden Euro zu erhöhen ist unter diesem Gesichtspunkt sinnvoll.

Viertens: Bis die Kreditwürdigkeit der betroffenen Staaten wiederhergestellt ist, wird es unvermeidbar sein, dass die Europäische Zentralbank im begrenzten Umfang Staatsanleihen der betroffenen Länder aufkauft.

Unabhängig davon wäre die europäische Staatsschuldenkrise durch die Einführung von Eurobonds überwindbar. Denn es kann davon ausgegangen werden, dass die globalen Märkte Europas diese als stabile Schuldtitel akzeptieren würden. Jedoch liegen die politischen Bedingungen für die Einführung von Eurobonds nicht vor, da eine gemeinsame Verschuldung einen gemeinsamen Staat mit voller gegenseitiger Solidarität der Bürger voraussetzt, der in Europa nicht erreichbar ist. Voraussetzung wäre auch eine Vergemeinschaftung der Haushalts- und Finanzpolitik, die vergleichbar mit der eines Staates sein müsste. Nur so könnten sich Investoren sicher sein, dass hinter diesen europäischen Staatsanleihen auch einheitliche Haushaltsdisziplinen stehen. Auch hiervon ist der Währungsraum noch weit entfernt.

Im Rückblick ist darüber hinaus deutlich erkennbar, dass die Planung eines

Schuldenerlasses für Griechenland die Ausweitung der Krise auf andere süd-europäische Länder, insbesondere Italien und Spanien, stark gefördert hat. Man sollte nicht unterschätzen, dass ein Schuldenerlass die Investoren nicht nur aus dem entsprechenden Land, sondern auch aus den Finanzmärkten tendenziell ebenfalls gefährdeter Länder vertreiben kann. Deshalb sollte zukünftig genau abgewogen werden, in welcher Form private Gläubiger beteiligt werden sollten.

Der Weg zu mehr Integration

Leider wird die Lösung der europäischen Schuldenkrise jetzt durch den zu erwartenden Wachstumsrückgang in Europa und weltweit erschwert. Finanzkrisen können in der Regel nur durch einen doppelten wirtschaftspolitischen Ansatz überwunden werden: durch die Kombination von Sparpolitik und Wachstumspolitik. Der Weg zur Sanierung der Staatsfinanzen wird deshalb unter den Bedingungen eines rückläufigen Wachstums länger dauern und den Staaten und ihrer jeweiligen Bevölkerung mehr abverlangen.

Die Stabilisierung der Eurozone ist von herausragender Bedeutung. Wie in anderen Politikfeldern gilt auch in der Währungspolitik, dass jedes einzelne Land in Europa – auch Deutschland – zu klein ist, um in der Weltwirtschaft nicht nur fremden Einflüssen ausgesetzt zu sein. Es lohnt sich deshalb, für die gemeinsame Währung schrittweise Kompetenzen an europäische Institutionen zu übertragen und auch im gewissen Umfang Finanztransfers mitzutragen. Nach der „Theorie des optimalen Währungsraums“ ist für eine dauerhafte stabile Währung eine hinreichende Mobilität der Wirtschaftsfaktoren einschließlich der Arbeitskräfte notwendig. Da in Europa nur im begrenzten Umfang Mobilität vorausgesetzt werden kann, ist ein gewisser Finanztransfer zum teilweisen Ausgleich von Wirtschaftsniveaus unvermeidbar. Es kommt jetzt darauf an, dass die Politik in Europa einen hinreichend stabilen Rahmen für den Euro glaubwürdig vereinbart und die einzelnen europäischen Staaten in ihrem eigenen Interesse die Voraussetzung einer gemeinsamen Währung, nämlich solide Staatsfinanzen, gewährleisten.

Klare Signale setzen

„Die Märkte wollen Taten sehen. Der Worte sind genug gewechselt. Sinnvoll wäre, dass wir den neuen Pakt mit dem neuen ESM-Vertrag verknüpfen. Das würde verdeutlichen, dass Solidarität untrennbar mit Solidität zusammenhängt.“

Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble am 19. Dezember 2011
in der *Rheinischen Post*