



Die Europäische Währungsunion: Thesen zu ihrer Weiterentwicklung und was wir vom Dollarraum lernen können

Lukas Block

Zum Mitnehmen

- Die Euro-Staatsschuldenkrise ist zwar zurückgedrängt, aber noch nicht gelöst. Länder wie Griechenland leiden noch immer unter hohen Schulden und niedrigem Wachstum.
- Die Konstruktion der Eurozone ist inzwischen stabiler. Im Vergleich zum größten Währungsraum, den USA, fehlen wichtige Elemente einer Fiskalföderation: Im Wettbewerb der Staaten eingeführte nationale Schuldenbremsen, die dennoch Spielraum für langfristige Investitionen lassen; die ergänzende Möglichkeit finanzieller Unterstützung aus der EU in kriselnden Mitgliedstaaten; und ein Mandat der Zentralbank als „*Lender of Last Resort*“, das das Ziel der Preisstabilität und ihrer Unabhängigkeit nicht gefährden darf. Diese mittelfristigen Schritte sind zu ergänzen um einen Fahrplan für den Notfall eines Euro-Austritts.
- Die momentan möglichen kurzfristigen Stabilisierungsmaßnahmen im Falle einer Krise wie in Griechenland erfordern politisch wie administrativ eine Fortführung der Strukturreformen. Als unterstützende Maßnahmen sind die Hilfsprogramme künftig verstärkt zur Stimulierung des wirtschaftlichen Aufschwungs und seiner Strukturen und weniger für den Schuldenausgleich zu nutzen.

INHALT

2 | 1. Einleitung

3 | 2. Der Dollarraum
als Orientierung für
eine langfristige Stabi-
lisierung der Eurozone5 | 3. Kurzfristige
Maßnahmen zur Stabi-
lisierung der Eurozone6 | 4. Fazit

1. Einleitung

Die Euro Staatsschuldenkrise stellt ohne Zweifel die größte ökonomische Herausforderung in Europa dar. Obwohl alle Mitgliedstaaten hiervon betroffen sind, ist das größte Ausmaß in Griechenland zu beobachten. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise gibt es nun schon acht Jahre lang finanzielle Turbulenzen, unzählige Krisensitzungen und wechselnde Regierungen. Verschiedene Hilfsprogramme mussten helfend eingreifen, drei davon in Griechenland. Punktuell wurden Erfolge erzielt, indem die akute Krise eingedämmt und kurzfristig beherrschbar gemacht wurde. Jedoch kann von einer nachhaltigen Lösung der Probleme nicht gesprochen werden, denn Wachstum und solide Staatsfinanzen sind in einige Mitgliedstaaten noch nicht zurückgekehrt.

Dieser Lösung näher zu kommen ist auch im Kerninteresse der wirtschaftlich soliden Länder wie Deutschland. Durch die exportorientierte Wirtschaft hat Deutschland bisher stark vom Euro profitiert. Um dies auch weiterhin zu gewährleisten, ist eine gefestigte und stabile Währung die Grundlage. Dass die deutsche Exportwirtschaft in der aktuellen Situation durch den für Deutschland zu niedrigen Leitzins sowie zu schwach bewerteten Euro profitiert, soll nicht davon ablenken, dass wirklich geordnete Verhältnisse innerhalb der Eurozone erst dann wieder bestehen, wenn sie als Ganzes robust gegen kommende Schocks und Krisen ist.

Dazu sind einige drängende Fragen zu klären: Warum konnte die Eurozone trotz des enormen Aufwandes verschiedener Hilfsprogramme bisher nicht beruhigt werden? Wurden in der Krise die falschen Entscheidungen getroffen oder wurden diese nicht adäquat umgesetzt? Ist die grundsätzliche Architektur der Währungsunion fehlerhaft? Oder fehlt es lediglich an Zeit und Geduld, bis die Reformen greifen und die schwächelnden Staaten wieder auf den Beinen sind?

Um Antworten auf diese Fragen zu finden, werden hier zwei Dimensionen betrachtet: Die Konstruktion des Euro, insbesondere im Vergleich zum US-Dollar, sowie die Strategie, mit der kriselnden Staaten geholfen wurde.

1.1 Die Entstehung des Euro

Seit der Frühphase basiert das Projekt *Gemeinsame Währung* eher auf politischen Ideen als auf ökonomischen Grundlagen. Die Gründerväter des Euro wurden von der Vision eines geeinten Europas geleitet, dessen gemeinsamer Markt durch die Einheitswährung weiter gestärkt werden sollte. Diese noble Intention relativierte die Ergebnisse der gründlichen und detaillierten Analyse der wirtschaftlichen Basis der Beitrittsländer. Weiterhin erwies sich die Hoffnung, dass eine gemeinsame Währung zu einer wirtschaftlichen und auch institutionellen Konvergenz der Mitgliedsländer führen würde, als Trugschluss.

Tatsächlich genügt ein Blick in die Literatur zu optimalen Währungsräumen¹, um festzuhalten: Die Eurozone ist nicht optimal. Wichtige Voraussetzungen wie eine hohe Arbeitskräftemobilität, eine einheitliche Wirtschaftspolitik oder eine hohe Lohnflexibilität sind nur gering ausgeprägt. Doch welche Konsequenz kann aus dieser Erkenntnis gezogen werden?

Der Euro als politi-
sches Projekt

Eurozone ist kein opti-
maler Währungsraum

Vereinigte Staaten
von Europa vs. Des-
integration und natio-
nale Währungen

1.2 Welche Lösungsansätze gibt es?

Dazu gibt es zwei extreme Antworten: Erstens kann die Eurozone aufgelöst oder zumindest auf einige Länder mit ähnlicher Wirtschaftslage verkleinert werden, während die restlichen Länder zu nationalen Währungen zurückkehren. Zweitens könnte eine Art Vereinigte Staaten von Europa mit zentralisierter Politik und Finanzausgleich gegründet werden. Die erste Antwort würde ermöglichen, durch Abwertung der nationalen Währung die eigene Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. Allerdings kann dies keine wünschenswerte Option sein, da die ökonomischen Folgen hoch riskant sind und ebenso die politische Dimension der Europäischen Union schwer beschädigt wäre. Durch die zweite Antwort wäre eine Intervention in kriselnden Staaten möglich und könnte so für Stabilität sorgen. Jedoch ist dies kurz- bis mittelfristig politisch schlicht nicht realisierbar. Ein aktueller Lösungsansatz muss folglich innerhalb der beiden Extreme liegen.

2. Der Dollarraum als Orientierung für eine langfristige Stabilisierung der Eurozone

Orientierung kann hier ein Vergleich mit der Gestaltung des Dollars geben. Fasst man die einzelnen Bundesstaaten als gemeinsamen Währungsraum auf, so wird schnell deutlich, dass trotz ebenfalls heterogener Strukturen viele Kriterien eines optimalen Währungsraums (s.o.) dort erfüllt werden. Dies war jedoch nicht immer so. Tatsächlich lässt sich festhalten, dass es in der 150-jährigen Geschichte des Dollars Entwicklungen gab, die Parallelen zum Euro erkennen lassen.² Die Stabilität des Dollars, die heute als selbstverständlich gilt, war in den Anfangsjahren nicht gegeben und musste erst entwickelt werden.³ Welche Elemente sind es also, die dem Dollar ökonomische Stabilität verliehen haben?

2.1 Finanzielle Souveränität und Schuldenbremsen

Schuldenbremsen
wurden als Notwen-
digkeit von Bundes-
staaten selbst ent-
wickelt

Zunächst ist wichtig zu betonen, dass die einzelnen Bundesstaaten für ihre Finanzen selber verantwortlich sind. Weder werden die Bundeshaushalte von Washington aus beschlossen, noch wird für Schulden gebürgt. In der Frühphase des Dollars führte diese Konstruktion zur Zahlungsunfähigkeit einiger Staaten. Mehrfach wurden in dieser kritischen Phase von den bankrotten Staaten Rettungsaktionen gefordert, welche jedoch von der Zentralregierung in Washington abgelehnt wurden, so dass Schuldenschnitte unumgänglich waren. Auf der Suche nach Möglichkeiten, solche Krisen zu verhindern, entwickelten die einzelnen Bundesstaaten im weiteren Verlauf Schuldenbremsen. Diese begrenzten die staatlichen Ausgaben. Interessanterweise wurde die Initiative hierfür von den Staaten selbst ergriffen und nicht aus Washington diktiert. Dies war notwendig, um grundsätzliches Vertrauen der Finanzmärkte (wieder) zu erlangen. Der Wettbewerb unter den Staaten um die besten Schuldenbremsen führte dazu, dass die Staaten bis heute recht unterschiedliche Auslegungen bezüglich Strenge und Umsetzung haben. Damit wurde nicht nur die Akzeptanz solcher Regeln erhöht, sondern auch ein Lernprozess des gesamten Währungsraumes ermöglicht.

Institutioneller Wett-
bewerb und Ausnah-
men für antizyklische
Investitionen kenn-
zeichnen Dollarsystem

Hier ist die erste Erkenntnis auf die Eurozone zu übertragen: Für eine nachhaltig finanzielle Gestaltung eines gemeinsamen Währungsraumes mit unterschiedlichen wirtschaftlichen Strukturen ist eine Art Schuldenbremse notwendig. Diese Idee wurde durch den Europäischen Fiskalpakt aufgenommen, der den Mitgliedstaaten eine Ausarbeitung vorschreibt. Hier lehrt die Geschichte des Dollars, dass die Art und Weise der Entwicklung und Einführung von Schuldenbremsen entscheidend für ihren wirtschaftlichen Erfolg sind. Daher sollte innerhalb der Eurozone ebenfalls ein Wett-

bewerb angestrebt werden. Dabei ist ein wichtiges Element des US-Dollar-Systems zu berücksichtigen. Eine sogenannte *Goldene Regel* erlaubt explizit zusätzliche Ausgaben für strukturelle Investitionen.⁴ So besteht die Möglichkeit, kurzfristige Anpassungen zu finanzieren, die langfristig zu mehr Wachstum führen.

2.2 Die Gestaltung finanzieller Transfers

Schuldenbremsen sind sicherlich nicht der alleinige Grund für ein stabiles US-Dollar-System. Eine Erinnerung an Staaten wie Kalifornien vor einigen Jahren verdeutlicht, dass Finanzturbulenzen weiterhin nicht auszuschließen sind. In solchen Fällen bestehen Möglichkeiten des Eingriffs der Zentralregierung. Denn trotz ihrer finanziellen Unabhängigkeit und Eigenständigkeit sind die Staaten Teil einer Finanzföderation, welche finanzielle Transfers ermöglicht. Tatsächlich gibt es mehrere Kanäle, über die föderales Geld direkt in einzelne Staatsprogramme investiert werden kann, wie etwa den *American Recovery and Reinvestment Act*. Dieses Geld wird nicht zur Schuldentilgung eingesetzt, sondern sorgt in Krisenzeiten für eine Stimulation der lokalen Wirtschaft und erleichtert den Haushalt des betroffenen Staates.

Dieses Instrument wäre auch für die Eurozone hilfreich. Zwar existieren bereits vergleichbare Finanztöpfe, wie etwa der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM), der Europäische Sozialfonds oder der Kohäsionsfonds. Allerdings zielen diese Programme, insb. der ESM, eher auf die Refinanzierung von Ländern oder verfolgen das Ziel der ökonomischen Konvergenz. Im US-amerikanischen System kann demgegenüber auch antizyklisch investiert werden, indem die fiskalischen Mittel zur direkten Finanzierung bestimmter Projekte genutzt werden, um stabilisierende Effekte zu erzeugen. Da es sich hierbei um Transfer- und nicht um Darlehenszahlungen oder Garantien handelt, müssten die Kriterien klar definiert sein, bevor ein Land darauf zugreifen kann. Es darf kein Anreiz entstehen, vorsätzlich Reformen aufzuschieben, um sich für den Erhalt dieser Gelder zu qualifizieren. Der Juncker-Investitionsplan von 2014 ging hier in die richtige Richtung. Was nun gebraucht wird, ist ein dauerhafter und verlässlicher Rahmen.

2.3 Die Rolle der Zentralbank

Das dritte Element betrifft die Rolle der Zentralbank. Die Federal Reserve erfüllt die Rolle des *Lender of Last Resort*, welcher in Zeiten von Krisen und externen Schocks greift. Wenn sich ein Finanzinstitut aufgrund von Markthysterie nicht mehr finanzieren kann, aber weiterhin solvent ist, dann soll die Zentralbank zur Stabilisierung kurzfristig Geld bereitstellen. Dies ist nicht frei von Risiko, da auch Zentralbanken bei der Unterscheidung von illiquiden und insolventen Institutionen Fehler machen können. Weil private Investoren in Krisenzeiten zur Überreaktion neigen, kann es jedoch gerechtfertigt sein, diesen Schritt zu gehen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat diese Funktion in jüngster Zeit bereits implizit erfüllt.⁵ Anders kann Mario Draghis Versprechen, zu tun „whatever it takes“, nicht interpretiert werden. Tatsächlich konnte durch diesen glaubwürdigen Schritt die Eurozone damals stabilisiert werden. Daher lässt sich argumentieren, dass der EZB die Rolle des *Lender of Last Resort* explizit aufgetragen werden sollte. Hier könnte man einwenden, der ESM stehe bereits für solche Zwecke zur Verfügung. Allerdings sind die Finanzmittel des ESM begrenzt, so dass die EZB aufgrund der unbegrenzten Volumina dafür besser geeignet ist. Diese Erweiterung des EZB-Mandats muss auch nicht im Widerspruch zum Hauptmandat der Preisstabilität stehen. Ein solcher Interessenkonflikt kann resultieren, wenn die EZB aufgrund der angesprochenen Fehleinschätzung von Insolvenz und Illiquidität Abschreibungen vorneh-

Transfers der Zentral-
regierung stimulieren
Wirtschaft durch
Investitionen in Kri-
senzeiten

In Eurozone werden
Finanzmittel eher
zur Refinanzierung
genutzt

Zentralbank als
Lender of Last Resort

Mandat der EZB muss
erweitert werden,
ohne die Preisstabi-
lität zu gefährden

men muss. Sollte es dazu kommen, müssten die Verluste von allen Mitgliedsländern getragen werden. Diese Art der Vergemeinschaftung von Schulden wäre nicht zulässig. Um genau dies zu vermeiden, entstünde daher der gefährliche Anreiz für die Notenbank, eine übermäßig laxe Geldpolitik zu wählen. Aus diesem Grund müssen die Richtlinien für Stabilisierungsprogramme präzise und umsichtig formuliert werden.

Selbstverständlich müssen trotz der Parallelen zum US-System besondere Eigenschaften der Eurozone berücksichtigt werden. Denn im Unterschied zu den USA sind die Mitglieder des Euroraums freiwillig einer Währungsunion beigetreten. Während die US-Bundesstaaten keine eigene Währung einführen können, besteht für die Euroländer zumindest theoretisch die Möglichkeit, diese Entscheidung rückgängig zu machen. Auch für dieses Szenario muss ein Fahrplan entwickelt werden. Denn trotz aller Anpassungen kann eine Staatspleite realistischere Weise nicht ausgeschlossen werden. Welche Schritte danach folgen, ist aktuell reine Spekulation. Auch wenn der Austritt eines Landes aus der Eurozone nicht erstrebenswert ist, so müssen unter anderem Fragen wie Kapitalkontrollen, Rekapitalisierung der nationalen Banken sowie nach den Reserven der nationalen Zentralbanken oder einem Staatsinsolvenzverfahren bereits im Vorfeld beantwortet sein. Auf diese Weise sind die Folgen dieser Outside-Option für alle Beteiligten bekannt und man verhindert die Abhängigkeit von Spekulanten. Erneut ist die Möglichkeit auszuloten, ob die EZB mit finanziellen Garantien hier einen reibungslosen Austritt aus dem Euro unterstützen sollte.

Mitgliedschaft in der Eurozone ist freiwillig, ein möglicher Austritt muss geregelt sein

3. Kurzfristige Maßnahmen zur Stabilisierung der Eurozone

Die gerade skizzierten Reformoptionen lassen sich nicht sofort umsetzen. Insofern sind auch kurzfristige Maßnahmen zu betrachten, die kriselnden Staaten wie Griechenland helfen.

Seit dem ersten Hilfsprogramm 2010 wurden große Anstrengungen unternommen, um die griechische Wirtschaft zu stabilisieren. Diese Hilfe war an die Bedingungen geknüpft, Reformen in fast allen Bereichen der Wirtschafts- und Fiskalpolitik einzuleiten. Der eingeschlagene Pfad war hart und bisweilen schmerzvoll. Der Internationale Währungsfonds kam bei der Evaluierung des Programms zu unterschiedlichen Ergebnissen.⁶ Auf der einen Seite ist es als Erfolg zu werten, dass Griechenland Teil der Eurozone bleiben konnte und Reformfortschritte erzielt hat. Auch wenn es im Bereich der Spekulation liegt, so ist mit großer Sicherheit anzunehmen, dass ein Austritt aus der Eurozone für die griechische Wirtschaft noch drastischer und schmerzvoller gewesen wäre. Weiterhin hat eine große Fiskalkonsolidierung stattgefunden. Auf der anderen Seite hat diese Entwicklung einen hohen Preis gekostet. Die griechische Wirtschaft ist weiter geschrumpft mit anhaltend hohen Arbeitslosenzahlen. Das Vertrauen der Märkte konnte nicht wieder aufgebaut werden und ein tragbarer Schuldenstand ist in weiter Ferne. Daher haben viele Menschen das Vertrauen in diesen Weg verloren. Tatsächlich ist festzustellen, dass die Bürden der Anstrengung in Griechenland nicht hinreichend nachvollziehbar verteilt waren.⁷

Griechenland konnte Teil der Eurozone bleiben, dies allerdings zu hohen Kosten

Es stellt sich also die Frage, wann sich diese Anstrengungen auszahlen werden? Dies hängt maßgeblich von zwei Faktoren ab.

Aktuelle Hilfgelder
kommen nicht in der
Realwirtschaft an

3.1 Die Stabilisierungsmaßnahmen der Währungsunion

Der erste Faktor umfasst wirksame Maßnahmen zur sofortigen Stärkung des Wirtschaftswachstums. Hier sind insbesondere kurzfristige Direktinvestitionen in die griechische Wirtschaft zu nennen, die dort das Wachstum ankurbeln können. Dafür ist es essentiell, dass das Geld nicht allein für die Schuldentilgung oder die Bankenrekapitalisierung genutzt wird. Bisher waren die Effekte der Hilfsprogramme so gering, weil ein Großteil des Geldes die Realwirtschaft nie erreichte, sondern ausländische Investoren auszahlte.⁸ Interessanterweise sind die Gläubiger Griechenlands zu etwa 70% europäische Regierungen, Banken oder die EZB. Somit floss viel Geld der Hilfspakete zurück in die Länder, die es bereitgestellt hatten. Im Lichte der akuten Bankenkrise war dies vertretbar. Künftige Hilfszahlungen müssen stattdessen für konkrete Projekte in Griechenland verwendet werden, die eine weitere Stimulierung erzeugen.

3.2 Die Rolle der nationalen Regierungen

Der zweite Faktor ist nicht weniger entscheidend. Die Bemühungen der griechischen Regierung und des griechischen Volkes müssen fortgeführt werden. Um Wettbewerbsfähigkeit wiederzugewinnen, gibt es keine Alternative zu Strukturreformen. In Griechenland ist bereits vieles angestoßen worden, viele Gesetze wurden verabschiedet. Es mangelt im Besonderen an der Umsetzung der beschlossenen Reformen, die ihr Potenzial bei Weitem noch nicht ausgeschöpft haben. Dabei ist ein stabiles politisches Klima genauso von Nöten wie entschlossene und mutige Politiker. Dies stellt einen besonderen Kraftakt für die gesamte politische Landschaft Griechenlands dar. Weder können Privilegien einzelner Gruppen aufrechterhalten, noch administrative Nachlässigkeiten toleriert werden. Dies ist die Aufgabe der griechischen Regierung zusammen mit den griechischen Eliten. Impulse und Ratschläge von außen können dabei willkommen und hilfreich sein. Jedoch gilt für eine nachhaltige Lösung: Nur ein griechischer Weg aus der Misere kann hier erfolgreich sein.

Umsetzung der Reformen
muss mit politischer
Konsequenz weiterverfolgt
werden

4. Fazit

Die Vorschläge zur Überwindung der Euro-Staatsschuldenkrise lassen sich wie folgt zusammenfassen: Erstens muss die Eurozone stärker in Richtung einer stabilitätsorientierten Fiskalföderation entwickelt werden. Dies bedeutet im Wettbewerb eingeführte nationale Schuldenbremsen, welche gleichzeitig Raum für langfristige Investitionen lassen. Außerdem sollten Direktinvestitionen der EU in kriselnden Staaten ermöglicht sowie der EZB die Rolle als *Lender of Last Resort* zugeschrieben werden. Zweitens wird ein Fahrplan benötigt, der für den Notfall den Austritt eines Landes aus der Eurozone regelt. Drittens gilt für den griechischen Fall, dass eine Fortführung der Strukturreformen mit besonderem Fokus auf deren Umsetzung unumgänglich ist. Als unterstützende Maßnahmen sollten die Hilfsprogramme verstärkt zur gezielten Stimulierung der Wirtschaft genutzt werden und nicht für den Schuldenbegleich. Eine kombinierte Umsetzung dieser Vorschläge wird die Hoffnung in eine stabilere und robuste Eurozone stärken.

- 1| Vgl. u.a. Mundell, R. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas" in: *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4.
- 2| Eine 100-prozentige Übertragung des US-Systems auf den Euroraum ist natürlich nicht möglich. Dafür ist die sprachliche und kulturelle Heterogenität innerhalb Europas zu groß.
- 3| Vgl. Henning, C. and Kessler, M. (2012): "Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe's Fiscal Union", in: *Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 2012-1*.
- 4| Vergleichbar mit Artikel 115, Grundgesetz alter Fassung.
- 5| Vgl. Illing, G. and König, P. (2014): „Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort“, in: *DIW Wochenbericht Nr. 24.2014*.
- 6| Vgl. IMF (2015): „Crisis program review“, online: www.imf.org.
- 7| Vgl. *Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund* (2016): in: "The IMF and the Crises in Greece, Ireland, and Portugal", online: www.ieso-imf.org.
- 8| So wurden in den ersten beiden Hilfspaketen von insgesamt 215,9 Mrd. Euro 64% genutzt, um Alt-schulden abzubauen und Zinsen für laufende Kredite zu bedienen, während weitere 17% zur Rekapitalisierung der Banken genutzt wurden. Für das dritte Hilfspaket sind finale Daten noch nicht verfügbar, die Tendenz ist allerdings vergleichbar. Einen detaillierten Überblick geben Rocholl, J. und Stahmer, A. (2016): "Where did the Greek bailout money go?" in: *ESMT White Paper No. WP-16-02*.

Der Autor

Lukas Block ist Kollegiat des Promotionskollegs Soziale Marktwirtschaft der Konrad-Adenauer-Stiftung. Der Beitrag entstand in Folge einer Konferenz „Neue Europäische Wirtschaftsordnung“ des Promotionskollegs in Athen im Herbst 2016.

Konrad-Adenauer-Stiftung e. V.

Ansprechpartner:

Matthias Schäfer

Leiter des Teams Wirtschaftspolitik
Hauptabteilung Politik und Beratung

Telefon: +49(0)30/26996-3515

E-Mail: matthias.schaefer@kas.de

Postanschrift: Konrad-Adenauer-Stiftung, 10907 Berlin



Der Text dieses Werkes ist lizenziert unter den Bedingungen von „Creative Commons Namensnennung-Weitergabe unter gleichen Bedingungen 3.0 Deutschland“, CC BY-SA 3.0 DE (abrufbar unter: <http://creativecommons.org/licenses/by-sa/3.0/de/>)

ISBN 978-3-95721-296-2

www.kas.de