



WIRTSCHAFTSPOLITISCHER KOMMENTAR 19/8/2017

## Die Tragik der Europäischen Währungsunion

von THOMAS MAYER

Der deutsche Ökonom Markus Brunnermeier, der amerikanische Wirtschaftshistoriker Harold James und der frühere französische Notenbanker Jean-Pierre Landau haben viel Aufmerksamkeit mit der These erregt, dass die Konstruktionsfehler der Europäischen Währungsunion in einem fundamentalen Unterschied in sozialphilosophischen Grundüberzeugungen zwischen Frankreich und Deutschland zu suchen sind. Während man in Frankreich vom Primat der Politik ausgeht, sieht man in Deutschland Recht und Regeltreue als die Grundlage des Zusammenlebens in der Gesellschaft. Brunnermeier, James und Landau sehen einen Kompromiss zwischen diesen Positionen als notwendig und möglich, um die EWU auf eine dauerhafte Grundlage zu stellen. Eine ähnliche Sicht vertritt das von der Europäischen Kommission Ende Mai vorgestellte Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts und Währungsunion. Die Kommission fordert eine gemeinsame Vorstellung über den einzuschlagenden Weg zur Stärkung der Architektur der EWU. Meinungsverschiedenheiten über die Notwendigkeit zur „Solidarität“ oder Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten sollen durch praktische Lösungen und einen pragmatischen und flexiblen Kurs überwunden werden.

Zweifellos ist die Fähigkeit zu Kompromissen die Grundlage einer freien und friedlichen Ordnung für Europa. Doch kann nicht jedes Problem durch einen Kompromiss gelöst werden. Manchmal sind klare Entscheidungen nötig, sonst kommt es zu faulen Kompromissen und letztlich zum Schmelbrand, wie im Stromkreislauf, wenn der Plus- mit dem Minuspol in Verbindung kommt. Dies trifft auch auf die Geldordnung zu. Eine stabile Geldordnung ist nur möglich, wenn eine klare Entscheidung über ihre Grundlage getroffen wird. Weil dies nicht der Fall war, kam es zur Eurokrise, und weil keine klare Entscheidung in Sicht ist, dürfte die EWU auf die eine oder andere Art scheitern.

### Der Rheingraben und die Folgen

Die Europäische Währungsunion wäre ohne die Übereinkunft zwischen Frankreich und Deutschland im Jahr 1989 wohl kaum entstanden. Nach anfänglichem Zögern war Frankreich bereit, die deutsche Wiedervereinigung zu unterstützen, wenn Deutschland sein Engagement für die Europäische Integration bewies, indem es die D-Mark für eine gemeinsame Währung aufgab. Doch gab es zwischen beiden Ländern deutliche Unterschiede über die Rolle der Politik in der



Währungsunion, die zu vielen faulen Kompromissen führten. Im Nachkriegsdeutschland war der klassische Liberalismus durch die erfolgreiche Wirtschaftspolitik Ludwig Erhards wiederbelebt worden, der sein Konzept der sozialen Marktwirtschaft davon ableitete. Für den klassischen Liberalismus ist die Freiheit des Einzelnen von höchstem Wert, aber diese Freiheit ist nur möglich, wenn die Freiheit des einen nicht zur Unfreiheit des anderen führt. Folglich müssen Regeln gefunden und beachtet werden, damit Menschen in Freiheit zusammenleben können. Diese Regeln entstehen in einer freien Gesellschaft durch Versuch und Irrtum über die Zeit und sind so komplex, dass sie nicht von einem Einzelnen erdacht werden können. Die liberale Gesellschaft selbst verfolgt keine Ziele, sondern ermöglicht es ihren Mitgliedern, eigenen Zielen nachzugehen. Eine wesentliche Aufgabe des Staates ist es, für die Einhaltung der Regeln zu sorgen.

Dem gegenüber steht die Cartesische Philosophie, die in Frankreich einen wichtigen Einfluss auf das Verständnis von Gesellschaft, Politik und der Rolle des Staates hat. Dort wird der Staat als Ausdruck der Organisation einer Gesellschaft gesehen, die eigene Ziele verfolgt. Durch demokratische Wahlen legitimiert sieht sich die Regierung dazu ermächtigt, den Willen des Volkes umzusetzen. Das Recht ist ein Instrument, um die Bürger zu einem mit der Politik der Regierung kompatiblen Verhalten zu verpflichten.

Die gegensätzlichen sozialphilosophischen Vorstellungen haben wichtige Folgen für die Ordnung des Geldes. Aus liberaler Sicht ist Geld ein durch soziale Übereinkunft entstandenes Tauschmittel. Dazu braucht es keinen Staat. Wo immer einander nicht verpflichtete Leute Güter tauschen, wird ein besonders dafür geeignetes Gut „spontan“—das heißt ohne vorgefassten Plan—zum Tauschmittel gewählt. Dies funktioniert sogar in einer Anarchie. Dagegen ist Geld

aus Cartesischer Sicht ein vom Staat für die Gesellschaft bewusst geschaffenes soziales Instrument. Es wird von ihm für die Verfolgung gesellschaftlicher Ziele eingesetzt, die von der Staatsfinanzierung bis zur Konjunktursteuerung reichen können. Folglich wird es im Staatsmonopol als „gesetzliches Zahlungsmittel“ emittiert.

Diese unterschiedlichen Vorstellungen führten zu Pfusch am Bau der EWU. Während die deutsche Seite für die Geldpolitik verbindliche Regeln in Verträgen festlegen wollte, kämpfte die französische Seite für den Primat diskretionärer Politik. Oft wurden Kompromisse gefunden, indem Regeln zweideutig formuliert oder Ausnahmen von den Regeln eingeführt wurden. Sprachunterschiede waren dafür hilfreich. So entstand der Euro mit einem Janusgesicht: Einerseits bekam er den Charakter eines privaten Tauschmittels nach liberalen Vorstellungen, andererseits wurde er nach Cartesischen Vorstellungen als Instrument für die Politik des Staates geschaffen. Doch konnte das Janusgesicht nur aufrecht erhalten werden, so lange die Regeln nicht in widrigen Umständen geprüft wurden.

### **Der Euro war ein Kind des Kreditbooms**

Dank des aufsteigenden globalen Kreditzyklus erlebte der Euro eine glückliche Kindheit. Obwohl er in Verträgen als harte Währung geschaffen worden war, die den Mitgliedern der Währungsunion „harte Budgetrestriktionen“ auferlegen sollte, gab es reichlich Kredit für alle. Überschuldete Staaten und private Haushalte sowie wirtschaftlich schwache Unternehmen konnten ihre Defizite mit billigem Kredit scheinbar ohne Beschränkung finanzieren. Statt mit der befürchteten harten Budgetrestriktion arbeiteten sie mit der „weichen Budgetrestriktion“, die ihnen schon vor dem Beginn der EWU über die Runden geholfen hatte. So war es mög-



lich, dass der Euro entgegen den Prognosen pessimistischer Ökonomen ein Jahrzehnt lang scheinbar erfolgreich funktionierte. Wenn aber der billige Kredit der Klebstoff war, der den Euro zusammenhielt, dann musste er auseinanderfallen, wenn der Kreditzyklus in den Abschwung ging. In der Tat drohte dem Euro der Zusammenbruch, als der private Kreditmarkt in der Finanzkrise austrocknete. Rettung brachten öffentliche Kredite, begrenzt und mit Auflagen versehen von den finanziell stärkeren Euroländern und neu geschaffenen öffentlichen Rettungsfonds, unbegrenzt und ohne Auflagen von der Europäischen Zentralbank im Rahmen ihrer diversen Wertpapierkaufprogramme.

Entscheidend für das Überleben des Euro war die Bestandsgarantie von EZB-Präsident Draghi Mitte 2012. Damit definierte Draghi mit stillschweigender Billigung der deutschen Bundesregierung den Euro als Staatsgeld. Mit der Bestätigung der sogenannten geldpolitischen Outright-Geschäfte gab der Europäische Gerichtshof dem Coup von Draghi seinen Segen. Zwar regiert die EZB nun als Schattenregierung den für das Euro-Staatgeld geschaffenen Schattenstaat, aber die Konstruktion bleibt anfällig für weitere Krisen. Noch hält ein mäßiger Konjunkturaufschwung den Schattenstaat zusammen, aber finanzielle und politische Zentrifugalkräfte könnten im nächsten Abschwung leicht die Oberhand gewinnen. Für die weitere Entwicklung sind prinzipiell drei Szenarien vorstellbar: (1) weiteres Durchwursteln und spontanes Krisenmanagement wie gehabt, (2) die Institutionalisierung der weichen Budgetrestriktion durch eine „Transferunion“, oder (3) die Verwirklichung des Konzepts der Hartwährung mit harter Budgetrestriktion.

### **Weiteres Durchwursteln**

Die Erfahrungen der vergangenen acht Jahre seit Ausbruch der Griechenland-Krise sprechen

für das weitere Durchwursteln ohne Vorsorge für die nächste Krise (Szenario 1). Angesichts der weiterhin extrem hohen Verschuldung der privaten und der öffentlichen Hand ist eine weitere Finanzkrise im nächsten Konjunkturabschwung aber so sicher wie das Amen in der Kirche. Eine noch massivere monetäre Finanzierung öffentlicher und privater Schulden durch die EZB wäre nötig, um massenhafte Bankrotte abzuwehren. Dies ist mag so kommen, aber eine weitere Ausweitung der monetären Hilfsprogramme der EZB könnte daran scheitern, dass harter Widerstand gegen die unendliche Dehnung der Statuten der Zentralbank aufkommt. Manchen Regierungen könnte in diesem Fall nichts anderes übrig bleiben als die EWU zu verlassen und wieder eine eigene Währung als monetäres Finanzierungsinstrument einzuführen, um einen ungeordneten Bankrott zu vermeiden. Dies könnte zum Zusammenbruch der EWU und dem Ende des Euro führen.

Voraussichtlich würden die meisten neuen nationalen Währungen gegenüber einer neuen deutschen Währung, der „neuen D-Mark“, abwerten. In den Ländern mit abwertenden Währungen könnten damit die Nettoschulden verringert werden: Durch die Umstellungen auf eine schwächere Währung würden in Fremdwährung ausgedrückte Auslandsverbindlichkeiten sinken während die in stärkeren Fremdwährung bestehenden Auslandsforderungen gleich bleiben würden. Währungsabwertung und Schuldenschnitt würden die Wirtschaft entlasten. Die Entwicklung in Deutschland (und anderen Ländern, die ihre Währung an die neue D-Mark koppeln) ginge in die Gegenrichtung. Die von Euro auf neue D-Mark zu Parität umgestellten Verbindlichkeiten blieben gleich, während die nun auf schwächere nationale Währungen lautende Forderungen an frühere EWU-Mitgliedsländer in neuer D-Mark gemessen fallen würden. Daraus entstünden Probleme für Institutionen mit hohen, auf neue D-Mark lau-



tenden Verbindlichkeiten, da diese nur noch teilweise mit in neuer D-Mark ausgedrückten Forderungen gedeckt wären.

Um die Bilanzlücke bei Banken, Pensionsfonds und Versicherungen zu schließen, könnte der Staat diesen Institutionen an ihn gerichtete Ausgleichsforderungen zuweisen. Diese Ausgleichsforderungen könnten an den durchschnittlichen, gewichteten Wechselkurs der neuen D-Mark gegenüber den Nachfolgewährungen des Euro gekoppelt sein, so dass durch die Währungsaufwertung entstehende Bilanzlücken automatisch geschlossen würden. Die deutsche Bundesbank müsste die Bilanzlücke füllen, die ihr durch Wechselkursverluste in ihren aus dem Interbankzahlungssystem Target 2 stammenden Forderungen an das Eurosystem von gegenwärtig 860 Milliarden Euro entstehen. Und der deutsche Staat müsste entsprechende Verluste aus seinen direkten und über die Rettungsfonds gewährten Hilfskrediten an die Krisenländer im Umfang von rund 100 Milliarden Euro abschreiben. Meiner groben Schätzung nach würden bei einer permanenten Aufwertung der neuen D-Mark gegenüber den anderen Nachfolgewährungen des Euro um 25 Prozent Ausgleichsforderungen von ungefähr 100 Milliarden Euro für die Banken und 215 Milliarden Euro für Pensionsfonds und Versicherungen anfallen. Der deutsche Staat müsste 25 Milliarden Euro auf die Hilfskredite und die Bundesbank 215 Milliarden Euro auf ihre Target 2 Forderungen abschreiben. Insgesamt entstünde folglich ein direkter finanzieller Verlust für den deutschen Staat (einschließlich der Bundesbank) von 555 Milliarden Euro (oder rund 18 Prozent des Bruttoinlandsprodukts). Bei der Bundesbank würden die Verluste nicht nur das Eigenkapital und die Bewertungsreserven ausradieren, sondern auch eine Eigenkapitallücke von knapp 100 Milliarden Euro hinterlassen. Doch könnte dort mit der Zeit das Eigenkapital wieder aufgebaut werden, wenn aus Interventionen zur Verlang-

samung der Aufwertung der neuen D-Mark gewonnene Devisenreserven gewinnbringend im globalen Aktienmarkt angelegt würden.

Andererseits könnte die EZB mit Rückendeckung der Regierungen und des Europäischen Gerichtshof aber auch ihre Statuten noch weiter aufweichen und alle in einem Konjunkturabschwung bei fragilen Schuldnern entstehenden Finanzierungsdefizite monetär finanzieren. Da eine Zentralbank Geld wie ein Unternehmen Aktien emittieren kann, könnten dadurch die Schulden wie in einem Debt-Equity-Swap verringert werden. Allerdings geht das Vertrauen verloren, wenn das Publikum nicht mehr an die Werthaltigkeit neu emittierten Eigenkapitals glaubt. Folglich könnte die schrankenlose Monetisierung von privaten und öffentlichen Schulden zum Wertverfall des Euro gegenüber Gütern, Dienstleistungen und Vermögenswerten führen. Dies dürfte in Deutschland für erhebliche Unruhe in der Bevölkerung sorgen, aber die Bundesregierung kaum zu Gegenmaßnahmen bewegen. Am Ende dieser Entwicklung könnte daher die Flucht aus dem Euro in andere offizielle Währungen oder privat geschaffene Mittel zum Tausch und zur Wertaufbewahrung stehen, wie es in Staaten mit gescheitertem Staatsgeld immer wieder zu beobachten ist.

### **Weiche Budgetrestriktion**

Die Gefahr des Zerbrechens der EWU oder Scheiterns des Euro als allgemein akzeptiertes Zahlungsmittel hat die EU-Kommission veranlasst, die Vertiefung der Währungsunion durch die Vergemeinschaftung von Risiken und Stärkung des Finanzausgleichs zwischen den Eurostaaten voranzutreiben. Die zweite mögliche zukünftige Entwicklung könnte folglich darin bestehen, dass die gegenwärtig durch die EZB informell geschaffene weiche Budgetrestriktion institutionalisiert wird. Damit würde der für den Euro geschaffene Schattenstaat legitimiert und



der Charakter des Euro als Staatsgeld festgelegt. Dies könnte eine stabile Grundlage für die EWU schaffen, wenn die Bevölkerungen der EWU-Mitgliedsländer bereit wären, die mit der Vergemeinschaftung von Risiken und dem zwischenstaatlichen Finanzausgleich verbundene Verlagerung nationaler Souveränität an den Eurostaat zu akzeptieren. Dafür spricht gegenwärtig wenig. Allerdings würde es wohl geraume Zeit brauchen, bis die Bevölkerungen der Nationalstaaten einen von den politischen Eliten gegen ihren Willen geschaffenen Eurostaat niedergerungen hätten. Szenario zwei hätte für die Eliten also den Charme, die Bruchstellen der EWU von der finanziellen auf die politische Ebene zu schieben und damit das wahrscheinliche Scheitern in die fernere Zukunft zu verlagern.

### **Der harte Euro**

Solange die Bevölkerungen der Euroländer für einen gemeinsamen Eurostaat nicht bereit sind, kann eine gemeinsame Währung dauerhaft nur als im sozialen Konsens geschaffenes Mittel zum Tausch und zur Wertaufbewahrung bestehen. Im dritten Szenario für die Zukunft könnte also der Charakter des Euro als staatsfernes Geld definiert werden, das für seine Nutzer mit harten Budgetrestriktionen verbunden ist. Dazu müsste in einem ersten Schritt das von den Banken geschaffene Buchgeld vereinheitlicht werden. Da Buchgeld gegenwärtig durch die Vergabe von Krediten erzeugt wird, hängt seine Qualität von der Qualität der Kreditbücher der Banken und der finanziellen Kapazität der Staaten zur Rettung von in Schieflage geratenen Banken in ihrem Rechtsraum ab. Deutsches Buchgeld wird daher meist als qualitativ höherwertig geschätzt als das Buchgeld in vielen anderen Euroländern. Einheitlich ist nur die Qualität der von der EZB herausgegebenen Banknoten.

Buchgeld könnte nun auch ohne Staatsgarantie vereinheitlicht werden, wenn die Banken verpflichtet würden, Sichteinlagen mit bei der EZB hinterlegtem Zentralbankgeld vollständig zu decken. Die Sicherheit von Sichteinlagen wäre dann nicht länger an die Sicherheit der Banken und der sie garantierenden Staaten gebunden. Da die Euroländer dann nicht mehr damit rechnen könnten, dass die Banken und die EZB für sie dringend benötigtes Geld schaffen, könnte ein Europäischer Währungsfonds zeitlich und quantitativ begrenzte Liquiditätshilfen geben. Insolventen Staaten könnte der EWF zu einer geordneten Umschuldung mit Schuldenschnitt für die Gläubiger verhelfen. Staaten, die auch nach Umschuldung ihre Finanzen nicht in den Griff bekommen, könnten neben dem Euro eine nationale Währung als Finanzierungsinstrument für den Staat einführen, der EWU aber weiterhin als assoziierte Mitglieder angehören. Außer nationalen „Schwundwährungen“ könnte es auch private Parallelwährungen, möglicherweise in digitaler Form geben, die mit dem Euro konkurrieren. Währungskonkurrenz würde die Euro-Zentralbanker motivieren, Geld zu schaffen, das den Nutzern dient und nicht der politischen Klasse als Instrument für ihre Politik.

### **Am Ende die Tragik der Allmende**

Obwohl das hier skizzierte dritte Szenario die einzige Möglichkeit darstellt, eine Gemeinschaftswährung für Europa ohne europäische Staatgründung zu schaffen, beschreibt es die am wenigsten wahrscheinliche zukünftige Entwicklung. Der Grund dafür ist, dass die meisten europäischen Regierungen die politischen Kosten für die Beachtung harter Budgetrestriktionen scheuen. Diese Regierungen stützen ihre politische Macht auf ihnen gewogene Klientele. Im Gegenzug erwarten diese Klientele Unterstützung und Schutz von den Regierungen. Diese werden dadurch gewährt, dass weiche Budgetrestriktionen in der Hoffnung geschaffen wer-



den, die dadurch entstehenden Kosten auf die Ebene der EU oder EWU zu verschieben. Dies spricht für die Institutionalisierung weicher Budgetrestriktionen auf EWU-Ebene. Doch erscheint es unvermeidlich, dass die EWU in

diesem Szenario langfristig an der Tragik der Allmende zerbricht: Wie diese wird der Euro durch die Verantwortungslosigkeit der Nutzer zerstört werden.

---

## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2017 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Prof. Dr. Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 19. August 2017