

Die Diskussion um die Eurokrise und ihre Folgen

Gerhard Illing, Sebastian Jauch und Michael Zabel,

Seminar für Makroökonomie, LMU München

5. April 2012

„Vereinfacht lässt sich sagen: Jeder Porsche, der nach Griechenland geliefert wird, wird derzeit von Deutschland bezahlt“ (Blankart, 2012).

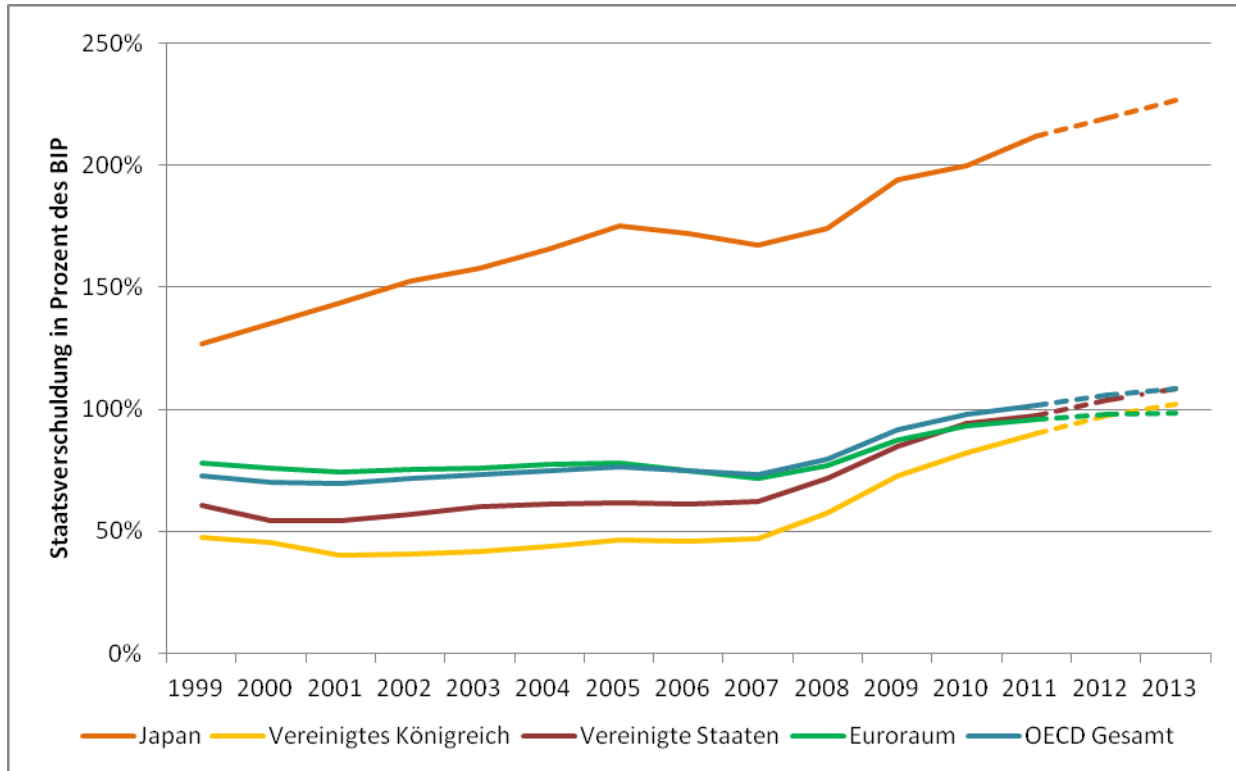
Die deutsche Debatte über die Eurokrise unterscheidet sich stark von der internationalen Diskussion¹. Weil das Deutungsmuster, das von namhaften deutschen Ökonomen, Politikern und Notenbankern vertreten wird, die wahren Ursachen der Krise verkennt, laufen zahlreiche deutsche Vorstöße Gefahr, kontraproduktiv zu wirken und die Bemühungen um eine Stabilisierung in den kriselnden Euroländern zu konterkarieren. Beispielhaft dafür ist der Verlauf der aktuellen Debatte um die Risiken des Clearingsystems Target2: Es werden Probleme benannt ohne deren Ursachen gründlich zu beleuchten, es werden bestimmte Maßnahmen isoliert kritisiert ohne deren Gesamtzusammenhang zu berücksichtigen und es werden Lösungsansätze präsentiert, ohne deren Konsequenzen klar zu benennen. Ziel dieses Beitrages ist es, auf Grundlage einer breiten Analyse der Ursachen der Krise die Risiken der derzeitigen Diskussion aufzuzeigen und die Kurzsichtigkeit mancher Argumentationsstrukturen deutlich zu machen.

Keine Staatsverschuldungskrise

Lange Zeit wurde, geprägt von der Entwicklung in Griechenland, das Hauptproblem im Euroraum in den hohen Staatsschulden gesehen. Verglichen mit anderen Industrienationen wie den USA, Großbritannien oder Japan liegt die Staatsverschuldung des Euroraums jedoch auf vergleichsweise niedrigem Niveau (vgl. Abbildung 1). Zudem ist die Schuldenquote in den meisten betroffenen Ländern seit der globalen Finanzkrise vor allem deshalb gestiegen, weil einerseits die Wirtschaftsleistung zurück ging und andererseits Bankenrettungs- und Konjunkturprogramme finanziert werden mussten. Daher handelt es sich bei der aktuellen Staatsschuldenproblematik (vom Ausnahmefall Griechenland abgesehen) nicht um ein sich seit langem abzeichnendes Problem, das durch eine verantwortungslose freigiebige Staatsausgabenpolitik verursacht wurde. Jetzige Krisenländer wie Irland und Spanien haben (im Gegensatz zu Deutschland) in den Vorkrisenjahren die Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspaktes vielmehr mustergültig eingehalten. Ja, deren Regierungen gelang es sogar über mehrere Jahre hinweg Budgetüberschüsse zu erzielen und so die bestehende Staatsschuld abzubauen –was in Deutschland seit Beginn der 1970er Jahre nur ein einziges Mal vorgekommen ist (vgl. Abbildung 2).

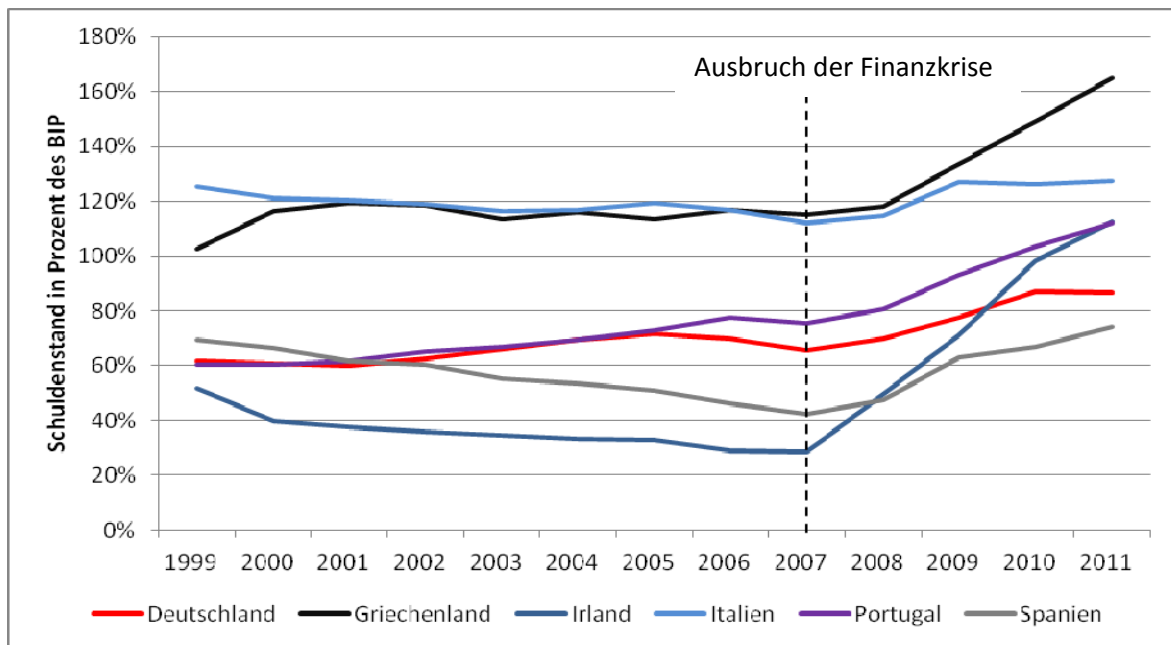
¹ Vgl. etwa De Grauwe (2011), Eichengreen (2012) und Sargent (2011)

Abbildung 1 – Entwicklung der Staatsverschuldung im Euroraum und unterschiedlichen Industriestaaten



Quelle: OECD Economic Outlook November 2011

Abbildung 2 – Entwicklung der Staatsverschuldung in ausgewählten Ländern des Euroraums

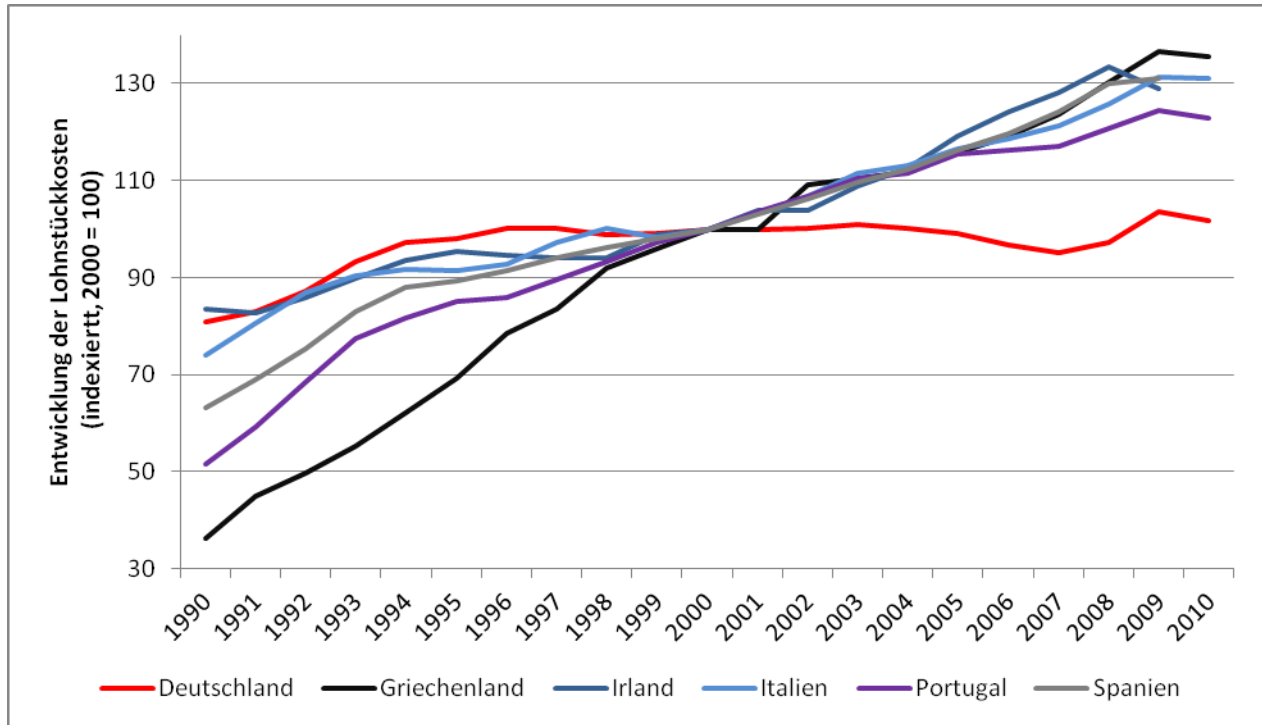


Quelle: OECD Economic Outlook November 2011

Das Niveau der Staatsschulden stellt damit nicht die Ursache der aktuellen Probleme des Euroraumes dar. Ausschlaggebend ist vielmehr eine dramatische Umkehr der Kapitalströme im Euroraum seit Ausbruch der Finanzkrise, kombiniert mit mangelnder Wettbewerbsfähigkeit der Länder in der Peripherie. Die Liberalisierung der Finanzmärkte hatte in den Anfangsjahren des Euro einen rasanten Zustrom privaten Kapitals in die Peripherieländer ausgelöst. Es floss nach Spanien, Irland und Italien in Erwartung von Konvergenz dank stabiler Rahmenbedingungen. Die Anleger vertrauten darauf, dass die politischen Institutionen im ganzen Euroraum höchsten Qualitätsstandards genügen. Die Finanzkrise hat dieses Vertrauen stark erschüttert. Jede plötzliche Umkehr der Kapitalströme löst in Defizitländern zwangsläufig einen massiven Anpassungsdruck aus, während Überschussregionen umgekehrt zunächst einmal als sichere Häfen davon profitieren. Die Möglichkeit, Finanzkapital elektronisch per Knopfdruck jederzeit schnell und ohne Wechselkursrisiken im gesamten Euroraum umschichten zu können, birgt aber die Gefahr der Destabilisierung des gesamten Systems. Während es in den Anfangsjahren der Währungsunion zu einem Überschießen der Kapitalströme in Richtung Peripherie gekommen ist, droht nun, im umgekehrten Prozess, eine explosive Dynamik in Gang zu kommen: Moderne Finanzintermediation hat es im Übermaß erleichtert, langfristige, illiquide Anlagen durch kurzfristige, jederzeit abziehbare Einlagen zu finanzieren. In einer Krise erscheint es für jeden einzelnen Anleger individuell rational, seine Einlagen abzuziehen. Der massive Abzug solcher Einlagen würde aber zum Zusammenbruch der gesamten Wirtschaftsaktivität führen und gefährdet damit die Rückzahlung der gesamten Investitionsprojekte.

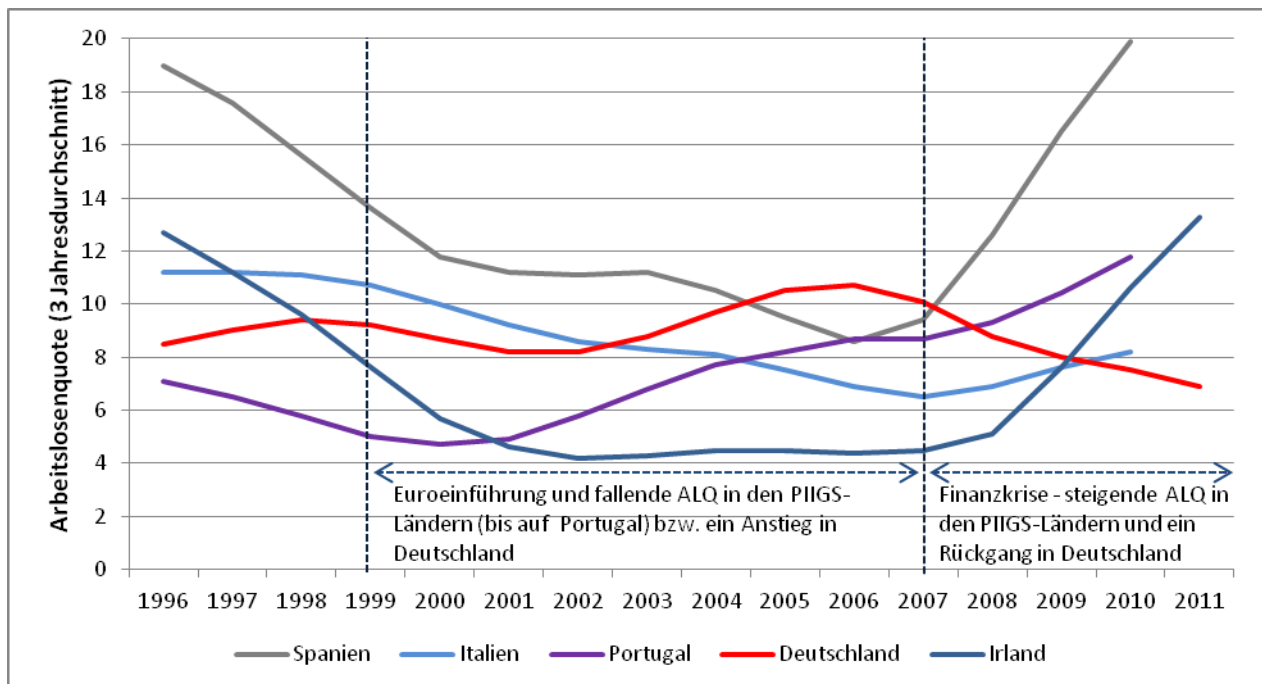
Manche interpretieren den Abzug des Kapitals aus den Defizitstaaten als Antwort rationaler Anleger auf die Erkenntnis fehlender Wettbewerbsfähigkeit dieser Regionen. Als Maß für die Wettbewerbsfähigkeit gilt oftmals die Entwicklung der Lohnstückkosten. In der Tat haben sich diese seit der Einführung des Euros sehr unterschiedlich entwickelt. So blieben sie in Deutschland über 10 Jahre nahezu konstant, während sie in den heutigen Problemländern stark angestiegen sind (vgl. Abbildung 2). Diese Betrachtungsweise darf jedoch nicht übersehen, dass zum Zeitpunkt der Euroeinführung die absoluten Niveaus der Lohnstückkosten stark divergierten. Die Entwicklung der Lohnstückkosten ist also nicht ausschließlich einer maßlosen Lohnpolitik in den Peripheriestaaten geschuldet. Zu einem großen Teil lässt sie sich vielmehr auf die Reduktion von Divergenzen im Euroraum zurückführen. Entsprechend dem Balassa-Samuelson Effekt profitieren Regionen mit niedrigerer Kapitalausstattung nach einer Liberalisierung der Finanzmärkte von steigender Produktivität dank des Kapitalzustroms: Die stärker steigende Arbeitsproduktivität führt als Folge freier Marktbewegungen zu einer Angleichung der Lohnstückkosten - ein ausdrückliches politisches Ziel der europäischen Integration.

Abbildung 3 – Relative Entwicklung der Lohnstückkosten im Euroraum



Quelle: ECD Economic Outlook November 2011

Abbildung 4 – Entwicklung der Arbeitslosenquoten in ausgewählten Ländern des Euroraums



Quelle: Eurostat

Der Verlauf der Arbeitslosenquoten seit der Euroeinführung korrespondiert eindrucksvoll mit der Einschätzung der Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum. Zu Beginn des Jahrtausends war auf der einen Seite Deutschland durch eine hohe, persistente Arbeitslosigkeit gekennzeichnet (interpretiert als Folge geringer Wettbewerbsfähigkeit), während umgekehrt die Arbeitslosenquoten in den meisten Ländern der Peripherie stetig zurückgingen (vgl. Abbildung 4). Forciert wurde dieser Prozess durch private Kapitalströme aus den Kernländern, insbesondere aus Deutschland, damals auch als „kranker Mann Europas“ bezeichnet. Vor der Krise wurde diese Entwicklung vielfach als Indiz einer effizienten Marktallokation gepriesen. Der stetige Kapitalfluss in die PIIGS-Staaten (zwangsläufig einhergehend mit hohen Leistungsbilanzdefiziten) wurde als Zeichen der Wachstumskraft dieser Regionen interpretiert; die Kapitalabflüsse aus Deutschland spiegelbildlich als Konsequenz der dortigen Wachstumsschwäche.

Seit Ausbruch der Finanzkrise hat sich das Bild schlagartig verändert: Die stark angestiegenen Arbeitslosenquoten in den Problemstaaten werden nun ebenso wie die dort auch nach mehreren Jahren Krise weiterhin bestehenden Leistungsbilanzdefizite als untrügliches Indiz der dort chronischen mangelnden Wettbewerbsfähigkeit gesehen. Aber wie konnte es zu einer solch dramatischen Umkehr kommen? Die Leistungsbilanzungleichgewichte haben sich schon seit der Euroeinführung aufgebaut; sie hätten somit schon von Anfang an zu Skepsis herausfordern müssen. Offensichtlich ist es sowohl bei den Kapitalströmen wie bei der Lohnentwicklung im Euroraum im Lauf des letzten Jahrzehnts zu einem Überschießen gekommen. Wer heute die anfänglichen Kapitalflüsse in die Peripheriestaaten und die dortige Entwicklung am Arbeitsmarkt als Fehlentwicklung ansieht, sollte vorsichtig dabei sein, die drastische Umkehr der Kapitalströme nunmehr als Zeichen funktionierender Marktkräfte zu interpretieren. Das freie Spiel der Marktkräfte entfaltet nur bei angemessenen staatlichen Rahmenbedingungen die gewünschte Wirkung; ohne stabile Ordnung und vernünftige Regulierung der Finanzmärkte können die Marktkräfte Fehlentwicklungen mit fataler Wucht verstärken.

Wettbewerbsfähigkeit, Kapitalströme und Target2-Salden

Studenten der Wirtschaftswissenschaften lernen im ersten Studienjahr, dass Kapital dorthin fließt, wo die höchste Grenzproduktivität erzielt werden kann. Wenn die Renditen auf Kapital in Spanien höher sind als in Deutschland, sind Nettokapitalflüsse von Deutschland nach Spanien das Resultat einer effizienten Allokation limitierter Ressourcen. Diese Sichtweise ignoriert jedoch den Anteil der Rendite, der auf eine Blasenbildung zurückzuführen ist.

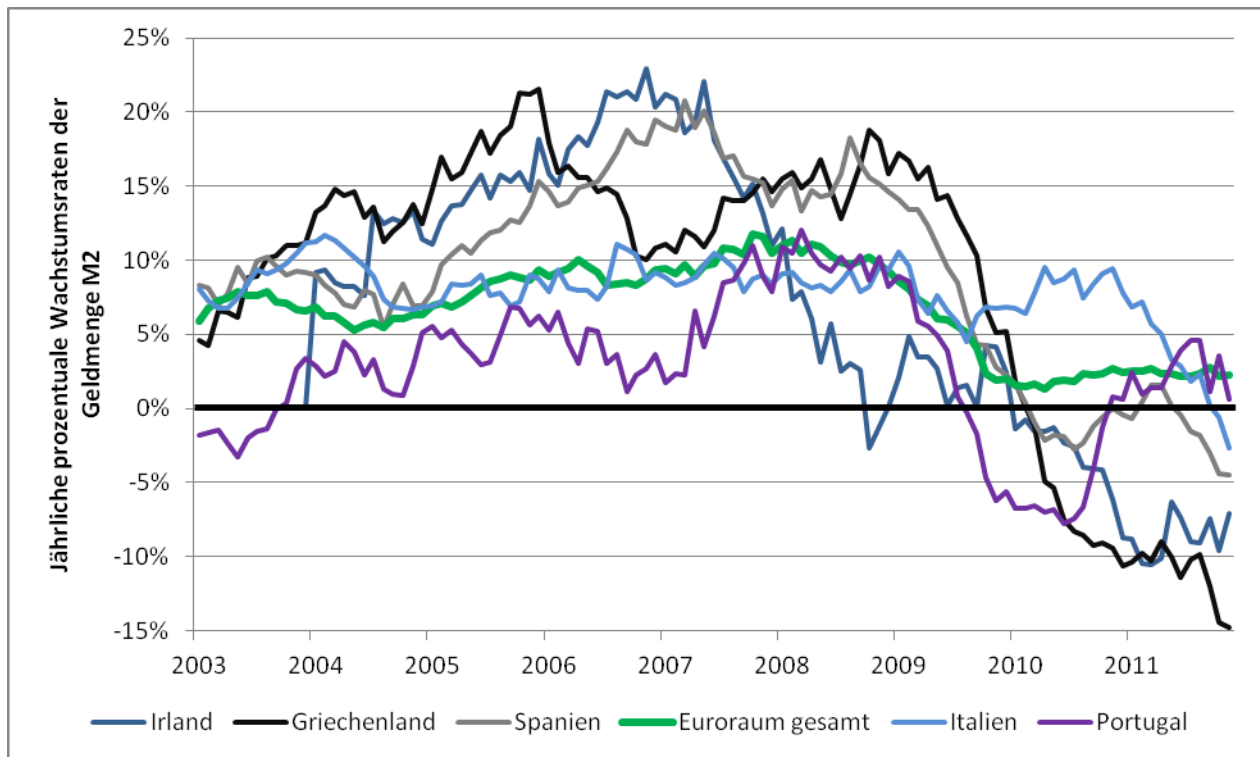
Aus der Sicht eines rationalen Individuums kann es durchaus schlüssig sein, einem Herdentrieb zu folgen und getreu dem Motto „the trend is my friend“ temporär in eine Vermögenswertblase zu investieren. Auf aggregierter Sicht stellt dies jedoch eine ungesunde Entwicklung dar, wenn der Wertentwicklung keine entsprechenden Fundamentaldaten gegenüber stehen. Das Platzen der Immobilienblasen in Spanien und Irland hat auf schmerzhaft Weise klar gemacht, dass die Kapitalströme in diese Länder nicht nur zum Aufbau benötigter produktiver Infrastruktur, für Investitionen in Bildung und zur Finanzierung produktiver Anlagen verwendet wurden. Das Kapital deutscher Sparer hat auch unproduktive und damit unrentable Projekte ermöglicht. Dieser Kapitalzustrom in die Peripherie beruhte auf der Illusion zu hoher Wettbewerbsfähigkeit und der Hoffnung, dass sich diese zukünftig in guten Renditen widerspiegelt. Gestützt wurde diese Entwicklung durch das Vertrauen in die europäischen Institutionen und deren Unterstützung des wirtschaftlichen Konvergenzprozesses im Euroraum. Nur auf

Grund dieser Einschätzung in den Überschussländern war es Bürgern und Unternehmen in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten möglich, sich über die rentablen Projekte hinaus zu verschulden und in der Hoffnung auf ein zukünftiges hohes Einkommen Ausgaben über Kredit zu finanzieren. Die Kapitalmärkte allokierten Kapital auf der Grundlage von Erwartungen über zukünftige Entwicklungen. Das Beispiel deutscher Kapitalströme in die Peripheriestaaten macht aber deutlich, dass Anleger bei ihrer Erwartungsbildung zu Übertreibungen neigen, was zu Wohlfahrtsverlusten führt. Offensichtlich verleitet die Hoffnung, Mittel rechtzeitig wieder abziehen zu können, zur Kurzsichtigkeit der Kapitalmärkte und löst damit Marktversagen aus.

Die hohe Verschuldung basiert also auf einer im Nachhinein als zu hoch eingeschätzten Wettbewerbsfähigkeit. Das Ende der überschätzten Wettbewerbsfähigkeit kam mit den Schockwellen der amerikanischen Subprimekrise. Investoren aus den Überschussländern sahen die Übertreibungen im amerikanischen Immobilienmarkt und begannen unter diesem Eindruck Kapital aus den Peripherieländern des Euroraums abzuziehen. Die plötzliche Umkehrung der Kapitalströme entspricht einem Sudden Stop, der auch Auslöser von Emerging Market Krisen nach einer Liberalisierung der Finanzmärkte war wie in Lateinamerika in den 70er Jahren und in der Asienkrise Ende der 1990er Jahre. Wenn Investoren ihr Kapital aus unproduktiven und produktiven Anlagen abziehen, werden einerseits Übertreibungen sichtbar und Blasen platzen, andererseits werden durch die Abflüsse auch produktives Kapital und intakte Wirtschaftsstrukturen zerstört, da diese auf Vertrauen und Kreditfinanzierung angewiesen sind. Einer Übertreibung nach oben, die in der wahllosen Finanzierung ungenügend geprüfter Projekte mündete folgt quasi eine Übertreibung nach unten mit dem massiven Abzug von Kapital unabhängig von dessen Verwendungsart.

Den Kapitalabflüssen folgt eine Kreditklemme, welche neben langfristigen Investitionen auch kurzfristige Lieferantenkredite erschwert. Groß- und Kleinunternehmen fällt es schwerer in Vorleistung zu treten und ihre Geschäfte zu finanzieren. Bei manchen Betrieben wird dies eine ohnehin wahrscheinliche Insolvenz früher eintreten lassen, bei anderen ist die so erzeugte Illiquidität jedoch erst der Auslöser einer Insolvenz. Insolvenzen in Folge einer Kreditklemme führen dazu, dass sich das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht auf einem niedrigeren Einkommens- und Produktionsniveau einstellt. Der dramatische Einbruch des Wachstums der Geldmenge M2 in den Krisenstaaten ist ein klarer Indikator für die Existenz einer Kreditklemme (vgl. Abbildung 5). Die heutige Entwicklung im Euroraum ist eine beängstigende Bestätigung des Phänomens multipler Gleichgewichte: Bei Vertrauen, intakten Wirtschaftsstrukturen mit geordneter Kreditfinanzierung und geringer Arbeitslosigkeit realisiert sich das gute Gleichgewicht. Dagegen stellt sich ohne Vertrauen in stabile Institutionen und der Umkehr der Kreditfinanzierung ein schlechtes Gleichgewicht ein mit maroden Wirtschaftsstrukturen und hoher Arbeitslosigkeit.

Abbildung 5 – Entwicklung des Wachstums der Geldmenge M2 in den europäischen Krisenstaaten



Quelle: Nationale Zentralbanken des Eurosystems

Die in der öffentlichen Diskussion angeprangerte mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie ist nicht zuletzt Konsequenz eines Vertrauensverlustes, der diese Länder in das schlechtere der möglichen Gleichgewichte führt. Dieser schlechte Zustand wird zementiert, da das fehlende Vertrauen und die Ungewissheit über die politische und monetäre Zukunft Investitionen unattraktiv machen, das Konsumverhalten der Bürger bremsen und so eine Negativspirale bei der Wirtschaftsentwicklung in Gang kommt. Diese Abwärtsspirale zu durchbrechen ist die zentrale Herausforderung der Politiker in Brüssel, Berlin und Athen.

Um einen vollständigen Sudden Stop und damit eine noch schlimmere Krise zu verhindern, müssen überstürzte private Kapitalabflüsse gebremst oder durch andere Zuflüsse kompensiert werden. Privates Kapital kann nur über Vertrauen und positive Zukunftsaussichten im Land gehalten werden. Diese Voraussetzungen haben bislang weder Athen noch Brüssel oder Frankfurt geschaffen. Die einzige Möglichkeit, dramatische Auswirkungen der privaten Kapitalabflüsse zu verhindern besteht im Ersatz durch staatliche Kapitalzuflüsse. Genau dies geschieht derzeit im Euroraum. Da es keine adäquate grenzübergreifende Institution gibt, welche die fiskalischen Aufgaben wahrnehmen kann muss die EZB einspringen.

Mit dem Aufbau von Salden zwischen den Einheiten des Eurosystems wird ein Kapitalabfluss aus den Ländern der Peripherie verhindert. Löst ein italienisches Unternehmen sein Konto in Italien auf und

transferiert das Geld auf ein Konto in Deutschland, haben sowohl die deutsche als auch die italienische Bank weiterhin unverändert ausstehende Kreditvolumen. Wenn die deutsche Bank ihre überschüssigen Einlagen nun über die Bundesbank bei der EZB parkt, kann die EZB diese Einlagen über die italienische Zentralbank wieder der italienischen Bank zur Verfügung stellen. Der Aufbau von Salden innerhalb des Eurosystems verhindert so den Ansturm auf Banken, die auch im gesündesten Zustand nur begrenzt Liquiditätsabflüsse verkraften können. Diesem Ausgleichssystem ist es zu verdanken, dass italienische Banken trotz Abflüssen von über 200 Milliarden Euro innerhalb des letzten Halbjahres keinem Bank Run ausgesetzt wurden. Bei den Ausgleichszahlungen innerhalb des Eurosystems (den sogenannten Target2-Salden) handelt es sich somit keineswegs um ineffiziente Staatseingriffe, die ein reinigendes Gewitter verhindern, sondern um Maßnahmen, die eine Kapitalknappheit abschwächen, welche über Illiquidität zu Insolvenzen führen würde.

In der deutschen Öffentlichkeit wird häufig der Eindruck erweckt, mit diesen Ausgleichszahlungen würde ein übermäßiger Konsum der Bürger in der Peripherie finanziert. Der deutsche Steuerzahler, der letztlich für Verbindlichkeiten der Bundesbank haftet, finanziert so das schöne Leben am Mittelmeer. Bei den Target2-Salden handelt es sich jedoch um einen Ausgleich der Kapitalabflüsse. Würden die Kredite der Target2-Salden zur Finanzierung von Nettoimporten in den Krisenstaaten verwendet, müsste dies an einer starken Korrelation mit der Leistungsbilanz sichtbar werden. Wenn also eine Zentralbank im Mittelmeerraum sich über die EZB bei der Bundesbank Geld leiht, es an die eigenen Bürger weitergibt und diese dafür mehr Güter kaufen, als sie selbst produzieren, müsste der Überschuss der Importe über die Exporte genau die Veränderung des Target2-Saldos der entsprechenden Periode wider geben. Eine ökonomische Überprüfung der Korrelation zwischen der Leistungsbilanz und der Veränderung des Target2-Saldos eines Landes lässt jedoch einen solchen Zusammenhang nicht erkennen.²

Sinn und Wollmershaeuser (2011) zufolge³ ist der Anstieg der Target2-Salden seit Ausbruch der Finanzkrise 2007 darauf zurückzuführen, dass seitdem Zentralbankkredite zu einem beträchtlichen Teil die private Finanzierung von Leistungsbilanzsalden substituieren. Diese Sicht verkennt jedoch die Brisanz des Vorgangs und verleitet zu falschen wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen. Wenn das Kernproblem in Kapitalflucht liegt⁴, ergibt sich das Gesamtpotential möglicher Target2-Salden keineswegs aus der seit Ausbruch der Finanzkrise akkumulierten Leistungsbilanz. In einem einheitlichen Währungsraum ausschlaggebend sind dann vielmehr die in der Vergangenheit insgesamt akkumulierten liquiden Finanzmittel.⁵ Der relevante Zusammenhang besteht dann darin, dass der Kapitalausgleich über die Target2-Salden eine überstürzte Auflösung der in der Vergangenheit vergebenen privaten Kredite und so den kompletten Einbruch der Wirtschaftsaktivität und damit auch des Konsums verhindert. Der traditionellen Sicht effizienter Märkte zufolge stellen Leistungsbilanzdefizite solange kein Problem dar, solange sie sich als Folge privater Kapitalströme ergeben haben. Wie alles, was sich freiwillig zwischen Erwachsenen abspielt, sollte es den privaten Marktakteuren überlassen bleiben, wie sie ihre

² Vgl. dazu Bindseil und Koenig (2011) sowie Sinn und Wollmershaeuser (2011)

³ *Bemerkenswert ist, dass es eine weitgehende, wenn auch nicht perfekte Korrelation zwischen dem Anstieg der deutschen Target-Forderungen und dem Anstieg der Verbindlichkeiten der GIPS-Staaten gab* (Sinn und Wollmershaeuser 2011 S.4)

⁴ Zur Bedeutung der Kapitalflucht vgl. auch Bornhorst und Mody (2012).

⁵ Die Rolle liquider Brutto-Kapitalströme für die systemische Finanzmarktstabilität untersuchen Bruno, Valentina und Hyun Shin (2012).

Investitionsentscheidungen fällen. In der realen Welt fragiler Finanzmärkte ist jedoch ein persistenter Aufbau hoher Leistungsbilanzungleichgewichte nicht unbedingt Resultat guter Fundamentaldaten, sondern kann vielmehr Indiz des Aufbaus starker Krisenanfälligkeit sein (vgl. Obstfeld, 2012).

Ist es also falsch wenn manche Wirtschaftswissenschaftler Target2-Zahlungen einen Kredit nennen und einen direkten Bezug zwischen den Target2-Salden und dem Konsum der Peripherieländer aufbauen? Nicht unbedingt: Denn obgleich die Ursache der Target2-Salden wie dargestellt nicht im Konsumanstieg sondern in der Kapitalflucht liegt, gilt natürlich, dass das bestehende Konsumniveau ohne die Target2-Zahlungen nicht aufrecht erhalten werden könnte. Der Konsum würde also deutlich niedriger ausfallen. Ein kurzer Analogieschluss veranschaulicht dies: Betrachten wir einen Haushalt, der seine Ersparnisse bei einer Bank angelegt hat. Die Bank gerät nun jedoch in Zahlungsschwierigkeiten. Sie bekommt Liquiditätshilfen von der Zentralbank, so dass sie keine Insolvenz anmelden muss. In diesem Fall verliert der Haushalt nicht seine gesamten Ersparnisse und kann daher weiterhin das gleiche Konsumniveau nachfragen wie zuvor. Da ihm dies aber nur deshalb möglich ist, weil die Zentralbank den Kollaps der Bank verhinderte, wird der Konsum des Haushalts tatsächlich durch einen Kredit der Zentralbank gestützt. Es wäre jedoch verfehlt, zu behaupten, der Haushalt würde nun auf Kosten der Zentralbank mehr konsumieren. Ganz analog verhält es sich mit den Target2-Salden. Der zwischen den Target2-Salden und der Leistungsbilanz konstruierte Zusammenhang ist also rein hypothetischer Natur.

Der rasante Anstieg des deutschen Target2-Saldos liegt am Status Deutschlands als sicherem Hafen im Euroraum. Anleger ziehen ihr Geld von griechischen, irischen, italienischen und anderen Banken ab und transferieren es nach Deutschland, Luxemburg und in weitere als sicher geltende Länder. Da Banken in den von Kapitalflucht betroffenen Ländern Kredite langfristig vergeben haben, müssen sie den Abfluss von Kundeneinlagen entweder über die Rückführung des Kreditvolumens oder über die Gewinnung neuer Einlagen kompensieren. Weil der Kapitalmarktzugang vieler Banken in den Peripherieländern derzeit erschwert ist, wird die abgeflossene Liquidität durch Vergabe von Zentralbankkrediten ausgeglichen. Die Target2-Salden helfen somit, Bankenzusammenbrüche und Kreditkündigungen aufgrund von Illiquidität zu vermeiden. Der steigende Target2-Saldo in Deutschland und Luxemburg ebenso wie die hohen negativen Werte der Peripherie sind der Ausgleich für die Kapitalflucht und nicht ein Indiz für einen weiterhin überschwänglichen Lebensstil.

Repräsentiert die Kapitalflucht nach Deutschland nun die neue Stärke Deutschlands? Die aktuell hohe Wettbewerbsfähigkeit von Deutschland, symbolisiert durch relativ niedrige Arbeitslosigkeit und hohe Leistungsbilanzüberschüsse, ist zu einem Teil ebenso eine Übertreibung wie es die Wettbewerbsfähigkeit der Peripherieländer vor der Krise war. Während die Peripherie des Euroraums in einen Teufelskreis aus Kapitalflucht, Illiquidität, Insolvenz und weiterer Kapitalflucht geraten ist, lässt sich umgekehrt für Deutschland ein Engelskreis beobachten. Deutschland profitiert von den Kapitalzuflüssen, die zu hoher Liquidität, niedrigen Zinsen und steigenden Investitionen und Konsum führen. Das resultierende Wachstum schafft noch stärkeres Vertrauen mit weiteren Kapitalzuflüssen.

Diese zwei sich selbst verstärkenden Prozesse verdeutlichen die Wichtigkeit von Vertrauen bei multiplen Gleichgewichten. Zudem zeigen sie auch, dass fundamentale Faktoren wie Wirtschaftsstruktur, Bildungsniveau oder natürliche Ressourcen die aktuelle Entwicklung allein nicht erklären können. Dementsprechend bleibt festzuhalten, dass es gefährlich wäre, die aktuelle Stärke Deutschlands als

Zeichen der Stabilität zu interpretieren. Sie spiegelt nur die relative Schwäche der anderen Länder wider. Wenn die Diskussion über die Eurokrise derzeit aus einer Position der Stärke geführt wird, sollte nicht übersehen werden, dass sich das sehr schnell wieder ändern kann.

Die Target2-Salden sind also *kein* Problem, welches aufgrund ihrer Dimension eine deutsche Abkehr vom Euro rechtfertigen würde, sondern im Gegenteil das *Symptom* eines zunehmenden Vertrauensverlustes in den Fortbestand der europäischen Währungsunion. Viele Kommentatoren betonen immer wieder unüberschaubare Risiken der Target2-Salden. Solche Risiken werden aber erst bei einem Auseinanderbrechen der Währungsunion realisiert. Erst dann wird aus dem Target2-Verrechnungsposten in der Bilanz der Bundesbank eine Kreditposition mit Ausfallrisiko. Bei einem Austritt eines Landes aus dem Euroraum müssten ausstehende Verbindlichkeiten von den verbleibenden nationalen Notenbanken entsprechend ihres Kapitalschlüssels an der EZB getragen werden - für Deutschland als größter Volkswirtschaft im Euroraum beträgt dieser Kapitalanteil 27 %. Der Nettobetrag der ausstehenden Verbindlichkeiten ist mit Vermögenswerten zu verrechnen. Der deutschen Bundesbank würden im Zusammenhang mit Target2 dann Verluste entstehen, wenn sich gleichzeitig auch die vom Bankensektor des ausgetretenen Landes hinterlegten Sicherheiten als nicht hinreichend werthaltig erweisen – etwa weil die als Sicherheit hinterlegten Staatsanleihen von dem betroffenen Land nicht mehr bedient werden. Wenn, wie vorher beschrieben, die Target2-Salden im Kern als Symptom eines fortschreitenden Vertrauensverlustes in den Zusammenhalt der Währungsunion zu deuten sind, ergibt sich so die paradoxe Situation, dass sowohl die Höhe des Risikos als auch dessen Eintrittswahrscheinlichkeit umso stärker steigt, je mehr in der öffentlichen Debatte in Deutschland Zweifel am Fortbestand des Euro gestreut werden.

Grundsätzlich gibt es nur zwei Alternativen um ein weiteres Anwachsen der Target2-Salden zu verhindern. Die erste besteht im sofortigen Ausgleich der Target2-Salden. Wer dies vorschlägt, der fordert nichts anderes als das Ende des Euros. Die zweite Alternative besteht darin, grundlegende Reformen voranzutreiben, die das Vertrauen in die Währungsunion und in das Wachstumspotential der Peripherieländer wieder herstellen. Die Konsequenzen beider Alternativen sind sorgfältig zu bedenken. In der Folge werden die beiden Optionen sowie deren wahrscheinliche Auswirkungen dargestellt

Die Folgen eines Zusammenbruchs des Euroraums

Viele Ökonomen propagieren im Kontext der Krise in Griechenland den Austritt aus dem Euroraum als einfachste Lösung. Dahinter steht die Vorstellung, ein solcher Austritt sei mit der Abwertung in einem Währungsverbund vergleichbar wie etwa im Europäischen Währungssystem der 80er Jahre oder der Aufkündigung einer Wechselkursbindung wie im Fall des argentinischen Pesos an den US-Dollar Anfang dieses Jahrtausends. Diese Argumentation verkennt aber, dass der Austritt aus einem einheitlichen Währungsraum etwas grundsätzlich anderes ist als die Abwertung einer Währung gegenüber einer anderen. Viele (etwa Krugman 2010 oder Voth 2011) verweisen auf Argentinien als Beispiel für die segensreichen Wirkungen einer Abkoppelung. Offensichtlich sehen selbst manche Wirtschaftshistoriker nicht den fundamentalen Unterschied zwischen der vergleichsweise relativ schmerzlosen Auflösung einer Wechselkursbindung und dem (chaotischen) Auseinanderbrechen einer Währung. Es gibt nur wenige historische Beispiele für einen solchen Prozess – wie den Zerfall des Österreichisch Ungarischen Kaiserreiches oder das Beispiel Jugoslawien.

Dem Plädoyer für einen Austritt liegt eine zentrale Annahme zu Grunde: Wenn Griechenland wieder die Drachme einführen würde, könnte sie gegenüber dem Euro abwerten, die Exportgüter verbilligen und damit die Wirtschaft wettbewerbsfähiger machen. Ein Austritt mag aus Sicht Griechenlands auf den ersten Blick als einfache Lösung erscheinen. Da nicht nominale Rigiditäten sondern strukturelle Defizite den Kern des griechischen Problems darstellen, könnten schmerzhaft und weitreichende politische Reformen hierdurch jedoch nicht vermieden sondern nur aufgeschoben werden. Auch nach einer Abwertung stünde Griechenland genauso wie heute vor der Herausforderung, glaubwürdige Institutionen aufzubauen, um Vertrauen für langfristige Investitionen zu schaffen. In- und ausländische Unternehmer werden keine Investitionen tätigen, so lange hohe Unsicherheit über die institutionellen Rahmenbedingungen herrscht. Werden dagegen institutionelle Reformen mit Unterstützung und Anleitung der Partner innerhalb des Euroraums durchgeführt, ist ein glaubwürdiger Neustart wesentlich leichter umzusetzen.

Ein Austritt droht dagegen eine gefährliche Dynamik mit fatalen Auswirkungen vor allem auf die anderen Partner in Gang zu setzen. Die Option des Austritts eines einzelnen Landes der Peripherie aus dem Euroraum bei Fortbestehen des Euro in seiner heutigen Form im restlichen Euroraum ist deshalb kein glaubwürdiges Szenario, weil er fatale Folgen für die Dynamik der Finanzströme innerhalb des verbleibenden Euroraums hätte. Sobald einmal ein Land aus dem Euroraum ausgetreten ist, werden Investoren auch für Finanzanlagen in anderen Peripheriestaaten hohe Prämien für das potentielle Austrittsrisiko verlangen (egal ob für Staatsanleihen oder private Investitionen) und höhere Zinssätze fordern. Die steigenden Finanzierungskosten verteuern die Last der bestehenden Schulden.

Schon die Forderung nach einem Euroaustritt verteuert also die Finanzierung für alle Peripherieländer, öffnet die Tür für spekulative Kapitalbewegungen und verschlechtert über den weiteren Rückgang des Vertrauens die Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Länder. Bemühungen von EZB und Regierungen für eine Verbesserung der wirtschaftlichen Situation werden so torpediert. Dies ist deshalb so brisant, weil sich die Risiken endogen entwickeln – sie hängen entscheidend davon ab, welche Politik betrieben wird. Die Forderung nach einem Austritt ist ein Spiel mit dem Feuer. Damit würde die Kreditklemme in den Peripherieländern noch weiter verschärft und die Kapitalflucht beschleunigt. Eine Verpflichtung zum raschen Ausgleich der Target2 Salden würde nichts anderes bedeuten als das abrupte Ende der Währungsunion. Die dann unvermeidliche Einführung massiver Kapitalverkehrskontrollen wäre für Anleger in der ganzen Welt das deutliche Signal, dass Europa nicht in der Lage ist, sein eigenes Haus in Ordnung zu bringen. Wer Zweifel am Fortbestand des Euro sät, potenziert gerade die Risiken, die er beklagt.

Manche Ökonomen betonen, ein Austritt könnte ja auch nur temporär erfolgen bis das betreffende Land seine Wettbewerbsfähigkeit wieder hergestellt und seine Staatsfinanzen saniert hätte. Diese Sichtweise verkennt jedoch, dass die Kosten eines temporären Euroaustritts eines Eurostaates keineswegs geringer ausfallen dürften als die eines dauerhaften Austritts. Ob temporär oder nicht: Der Austritt eines Landes wäre ein Präzedenzfall, welcher das Vertrauen in den Währungsraum dauerhaft und unwiederbringlich schwer beschädigen würde. Ein gemeinsamer Währungsraum ist schließlich keine Mitgliedschaft wie die in einer beliebigen Organisation. Damit ein einheitlicher Währungsraum die Vorteile bringen kann für deren Realisierung er einst gegründet wurde ist unabdingbare Voraussetzung, dass er auf Dauer angelegt ist. Kann man auf den Fortbestand des Währungsraumes nicht vertrauen, werden zwangsläufig für

grenzüberschreitende Transaktionen Risikoprämien erhoben, die kostspielige Absicherungsgeschäfte für Unternehmen erfordern und eine endogene Instabilität schaffen. Schon kleinere Krisen einzelner Mitgliedsstaaten können ausreichen, Spekulationen um deren Austritt oder Ausschluss aus der Währungsunion zu befeuern. Solange ein reibungsloser Zahlungsverkehr garantiert wird, induziert dies gewaltige Kapitalbewegungen, welche diese Krisen dramatisch intensivieren und unvermeidlich zur Einführung massiver Kapitalverkehrskontrollen zwingen würde. Kurz: Ein Euroaustritt, ob temporär oder nicht, würde explosive Dynamiken hervorrufen, denen der Euroraum (zumindest ohne dramatische Reformen) wohl dauerhaft kaum gewachsen wäre. Ein Währungsraum „auf Abruf“ – das ist absurd. Um den langjährigen Vorsitzenden des Sachverständigenrates Olaf Sievert zu zitieren: „Es gibt Projekte, die muss man letztlich ohne Absicherung wagen – oder lassen. Die Ehe alter Art etwa. Man muss sie sich selbst zutrauen, nicht den anderen. Die Europäische Währungsunion ist von dieser Art.“

Die Alternative: Institutionelle Weiterentwicklung Europas

Die Alternative zu diesem Szenario kann jedoch nicht in einem „weiter so wie bisher“ bestehen. Denn die Krise hat auf dramatische Art und Weise die Mängel und Unvollkommenheiten der Europäischen Währungsunion aufgedeckt. Schon vor Einführung des Euro haben zahlreiche Ökonomen immer wieder auf das Grundproblem hingewiesen: Das Fehlen einer zentralen Fiskalinstanz, welche mit Besteuerungs- und Ausgabekompetenzen versehen, die Wirkung asymmetrischer Schocks ausgleichen und gleichzeitig der Integration der europäischen Finanzmärkte ein angemessenes politisches Gegengewicht entgegenstellen könnte. Eine solche Fiskalunion war bei Einführung des Euro politisch noch nicht durchsetzbar. Anstelle dessen sollte der von Deutschland durchgesetzte Vertrag von Maastricht als eine Art „minimal fiscal Europe“ durch die Regelbindung der nationalen Haushaltspolitik zumindest ein Minimum an fiskalischer Konvergenz und Koordination gewährleisten. Dieser Versuch muss mit der derzeitigen Eurokrise als brutal gescheitert angesehen werden. Dies liegt nicht, wie von einigen Ökonomen immer wieder argumentiert, daran, dass der Pakt seit dessen Reform im Stabilitäts- und Wachstumspakt 2003 zum zahnlosen Tiger wurde. Dies verdeutlicht unsere Diskussion der Staatsverschuldungskrise im Euroraum: Gerade Musterländer des Stabilitäts- und Wachstumspaktes wie Spanien und Irland stehen heute vor großen Problemen, während Länder wie Deutschland oder Frankreich, die den Pakt wiederholt gebrochen haben, zur Zeit vergleichsweise gut dastehen.

Nein, das Scheitern des Paktes geht vielmehr darauf zurück, dass dessen Kriterien nicht ausreichten um das für eine Währungsunion notwendige Niveau fiskalischer Konvergenz sicherzustellen. So versteift sich der Stabilitäts- und Wachstumspakt ausschließlich auf die Staatsverschuldung ohne gemeinverbindliche Regeln für andere wichtige Bereiche wie die Steuerpolitik, Wettbewerbspolitik oder die Ausgestaltung sozialer Sicherungssysteme vorzusehen. Fehlentwicklungen im Bereich der Verschuldung privater Haushalte konnte so ebenso wenig gegengesteuert werden wie der Auseinanderentwicklung der Wettbewerbsfähigkeit unterschiedlicher Länder. Erst durch diesen blinden Fleck der europäischen Institutionen war es möglich, dass sich (wie eingangs aufgezeigt) die Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euroraums so dramatisch auseinanderentwickelte. Während man den Finanzmärkten bei der Staatsverschuldung misstraute und durch eine Regelbindung potentiellen Fehlentwicklungen vorzubeugen hoffte, setzte man in diesen Bereichen voll auf die Effizienz der Kapitalmärkte – mit bekanntem Ergebnis.

Die Krise wurde also nicht durch ein zu viel Europa verursacht sondern im Gegenteil durch die Unfähigkeit der Nationalstaaten, der europäischen Zentralbank eine vergleichbare Fiskalinstanz zur Seite zu stellen und der währungspolitischen Union die politische Union folgen zu lassen. Dies zeigt klar die Aufgabe, der sich die Politiker heute stellen müssen, um den dauerhaften Fortbestand des Euroraums zu sichern. Der europäischen Währungsunion muss mit einer Fiskalunion endlich das zweite Standbein hinzugefügt werden, das sie in die Lage versetzt, auch in turbulenten und krisenhaften Zeiten aufrecht stehen zu können.

Eine europäische Fiskalunion wäre auch das geeignete Mittel um der Target2-Problematik zu begegnen. Die Existenz einer handlungsfähigen europäischen Fiskalinstanz würde die Europäische Zentralbank von der Bürde entlasten bei der Unterstützung wackelnder Finanzinstitute auch Solvenzrisiken auf ihre Bilanz nehmen zu müssen. Die EZB würde somit in substanzieller Weise entlastet und könnte sich voll auf ihre Aufgabe der Geldwertstabilität konzentrieren, ohne dramatische Verwerfungen auf den Finanzmärkten befürchten zu müssen. In dem Maße, wie durch die Schaffung einer Fiskalunion das Vertrauen in die Wettbewerbsfähigkeit der Krisenstaaten und den Fortbestand des Euroraums gestärkt werden würde, würde zudem auch die Kapitalflucht aus den Krisenstaaten stoppen und damit eine Normalisierung der Target2-Salden stattfinden.

Die Unterzeichnung des Fiskalpaktes als Weiterentwicklung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes stellt einen ermutigenden ersten Schritt in diese Richtung da. Dieser reicht jedoch bei weitem nicht aus. Zum einen muss das Feld der abstimmungsbedürftigen Gebiete über das der nationalen Defizitpolitik ausgeweitet werden, zum anderen auch endlich ein Transfer nationaler Zuständigkeiten auf supranational europäische Ebene stattfinden. Eine europäische Fiskalunion kann durchaus unterschiedliche Formen annehmen. Wie von namhaften Ökonomen (vgl. Marzinotto, Sapir und Wolff, 2011; Bordo, Markiewicz und Jonung, 2011) aufgezeigt, muss der Transfer nationaler Hoheitsrechte nicht dramatisch ausfallen um eine effektive europäische Fiskalunion herbeizuführen. Auf alle Fälle wären die (direkten ökonomischen, von politischen Erwägungen ganz zu schweigen) Kosten, die dies für Deutschland implizieren würde, um ein vielfaches geringer als die Alternative des Auseinanderbruchs des Euroraums oder eines schlichten „weiter so wie bisher“. Es bleibt zu hoffen, dass die deutschen Politiker ihrer Verantwortung gerecht werden und sich entschlossen für eine Weiterentwicklung des Euroraums einsetzen. Das heutige Europa ist das Resultat einer Aneinanderfolge von Krisen. Diese haben Europa seine heutige Gestalt gegeben. Auch der Euro ist das Resultat einer Krise – der des europäischen Währungssystems von 1992/1993. Im Einklang mit guter europäischer Tradition geht es darum, als Reaktion auf die derzeitige Krise Europa weiterzuentwickeln und zu stärken anstatt es in Frage zu stellen. In den Worten des deutschen Bundespräsidenten formuliert:

„Dieses Ja zu Europa gilt es zu bewahren. Gerade in Krisenzeiten ist die Neigung, sich auf die Ebene des Nationalstaats zu flüchten, besonders ausgeprägt. Das europäische Miteinander aber ist ohne den Lebensatem der Solidarität nicht gestaltbar. Gerade in der Krise heißt es deshalb: Wir wollen mehr Europa wagen.“ (Gauck, 2012)

Literatur:

- Bindseil, Ulrich und Philipp Johann Koenig (2011), "The Economics of TARGET2 Balances", SFB 649 Discussion Paper 35, Humboldt Universität.
- Blankart, Charles B. (2012) "Deutschland in der Target-Falle", 23. März 2012, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2012/03/deutschland-in-der-target-falle-griechenland/>.
- Bordo, Michael, Agnieszka Markiewicz und Lars Jonung (2011), "A fiscal union for the euro: Some lessons from history", NBER Working Paper No. 17380.
- Bornhorst Fabian und Ashoka Mody (2012), "TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe", 7.3.2012, <http://voxeu.org/index.php?q=node/7700>.
- Bruno, Valentina und Hyun Shin (2012), Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity, Princeton
- De Grauwe, Paul (2011), "The Governance of a fragile Eurozone", CEPS Working Document No. 346.
- Eichengreen, Barry (2012), "Implications of the Euro's Crisis for International Monetary Reform", forthcoming in the Journal of Economic Policy Modeling .
- Gauck, Joachim (2012), Grundsatzrede im Deutschen Bundestag, 23.03.2012.
- Krugman, Paul (2010), Greek End Game, New York Times, 5. Mai 2010
- Marzinotto, Benedicta and Sapir, André and Wolff, Guntram B. (2011), "What kind of fiscal union?", *Bruegel* Policy Brief 2011/06.
- Obstfeld, Maurice (2012), "Does the Current Account Still Matter?", NBER Working Paper No. 17877.
- Sargent, Thomas J. (2011), "United States then, Europe now", Nobel Prize Lecture in Economics, December 8th 2011.
- Sievert Olaf (2012), Offener Brief an Hans-Werner Sinn, 3. März 2012 <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=8787>.
- Sinn, Hans-Werner und Timo Wollmershaeuser (2011), „Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB“, ifo Schnelldienst Sonderausgabe Juni 2011
- Voth, Hans Joachim (2011), Der Euro wird scheitern, Wirtschaftswoche, 19.11.2011