

## 20 Jahre Euro: eine Erfolgsgeschichte?

Am 1. Januar 1999 wurde der Euro als Buchgeld eingeführt. Schon ein halbes Jahr zuvor war die Europäische Zentralbank gegründet worden. Die Europäische Währungsunion hat mittlerweile einige Krisen überstanden. Probleme gab es vor allem, weil die gesetzten Rahmenbedingungen ihre Wirkung nicht (voll) entfalten konnten: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde nicht richtig eingehalten, eine geordnete Staatsinsolvenz ist innerhalb der Europäischen Union nicht möglich. Diese Instrumente sollten in Zukunft reformiert werden. Einen Wandel vollzog sich auch schon in den letzten 20 Jahren: Sowohl die geldpolitischen Instrumente als auch die Ziele der Europäischen Zentralbank haben sich geändert. Die unorthodoxe Geldpolitik wurde kontrovers diskutiert und die Zielorientierung an der Geldmengenentwicklung verlor zunehmend an Bedeutung.

Marcel Fratzscher, Alexander Kriwoluzky

### Der Euro als Erfolgsgeschichte

Europa steht heute am Wendepunkt. Zwar hat es seine Finanz- und Schuldenkrise überwunden. Aber die grundlegenden Geburtsfehler des Euro sind noch nicht behoben. Selten in den letzten 70 Jahren war die politische Konstellation für grundlegende Reformen Europas günstiger, aber auch selten war die Dringlichkeit für Reformen größer als heute. Es ist eine Chance für Deutschland, Verantwortung für Europa zu übernehmen und für den Euro, seine Rolle als Sündenbock während der Krise abzulegen, die zum Teil als ungerechtfertigte Anklage anzusehen ist.

Trotz wichtiger Reformen in den vergangenen Jahren – wie der Schaffung des Fiskalpakts, der europäischen Bankenunion und des Rettungsmechanismus ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus) – bleiben die Reformen unvollständig und die Währungsunion verletzlich. Der Streit um die richtige Krisenpolitik hat Europa gespalten und zum Aufstieg der Populisten beigetragen. Deutschland wird in manchen Ländern eine große Verantwortung für die Krise gegeben – meist zu Unrecht, aber manchmal auch zu Recht, z. B. als die Bundesregierung Griechenland im Jahr 2015 aus dem Euro drängen wollte.

Dieser Artikel schaut kritisch auf die 20 Jahre des Euro und korrigiert falsche Mythen. Er setzt sich vor allem mit der von manchen in Deutschland hervorgebrachten Kritik am Euro auseinander. Und er zeigt die notwendigen Reformen auf, um den Euro nachhaltig zu machen und künftige Krisen zu vermeiden beziehungsweise deren Kosten zu verringern.

### Die erste Dekade des Euro – Überwindung der Skepsis, Integration und Wachstum

Für die Schaffung des Euro sprachen und sprechen nicht nur politische, sondern auch überzeugende ökonomische Gründe. Die wissenschaftliche Forschung belegt, dass die gemeinsame Währung zu einem deutlichen Anstieg des Handels führt und damit zu einer höheren Wirtschaftsleistung und mehr Wohlstand.<sup>1</sup> Aber der Nutzen des Euro hat auch andere Dimensionen: Eine gemeinsame Währung verstärkt und intensiviert den Wettbewerb zwischen Unternehmen und führt damit zu mehr Vielfalt und niedrigeren Preisen.<sup>2</sup> Ein weiterer Vorteil einer Währungsunion ist die Finanzmarktintegration.<sup>3</sup> Genauso wie für den Handel von Gütern und Dienstleistungen ist auch die Mobilität von Kapital über Grenzen hinweg enorm wichtig und vorteilhaft. Die Möglichkeit, Ersparnisse oder Investitionen international zu diversifizieren, bringt sowohl privaten Haushalten als auch Unternehmen große Vorteile.

- 1 A. Estevadeordal, B. Frantz, A. M. Taylor: The rise and fall of world trade, 1870-1939, in: Quarterly Journal of Economics, 118. Jg. (2003), H. 2, S. 359-407; M. W. Klein, J. C. Shambaugh: Fixed exchange rates and trade, in: Journal of International Economics, 70. Jg. (2006), H. 2, S. 359-383; J. E. López-Córdova, C. M. Meissner: Exchange-rate regimes and international trade: Evidence from the classical gold standard era, in: American Economic Review, 93. Jg. (2003), H. 1, S. 344-353.
- 2 M. J. Melitz, G. I. P. Ottaviano: Market size, trade, and productivity, in: Review of Economic Studies, 75. Jg. (2008), H. 1, S. 295-316; G. I. P. Ottaviano, D. Taglioni, F. Di Mauro: The euro and the competitiveness of European firms, in: Economic Policy, 24. Jg. (2009), H. 57, S. 6-53.
- 3 R. C. Feenstra, A. M. Taylor: International macroeconomics, New York 2014.

le, denn es erlaubt ihnen, sich gegen negative Entwicklungen abzusichern, das Risiko zu reduzieren und die Renditen zu erhöhen.<sup>4</sup> Kurzum, der Euro ist eine notwendige Voraussetzung für einen funktionierenden europäischen Binnenmarkt für Güter, Dienstleistungen und Kapital.<sup>5</sup>

Eine wirklich neue, globale Währung zu sein, ist ein weiterer wichtiger Nutzen des Euro. Auch wenn die Deutsche Mark vor 1999 eine wichtige regionale Rolle in Europa gespielt hat, so war sie keine globale Währung.<sup>6</sup> Der Euro dagegen wird sehr viel stärker von Unternehmen und auf Finanzmärkten genutzt, als dies für die Deutsche Mark je der Fall war. Diese globale Akzeptanz des Euro bedeutet, dass auch deutsche Unternehmen zunehmend Güter und Dienstleistungen in Euro kaufen oder verkaufen können. Dies reduziert die Unsicherheit über die Kosten und Erlöse, und fördert Investitionen und Wachstum.

Die Rolle des Euro als eine internationale Währung hat nicht nur wirtschaftliche Vorteile für die Länder dieses Währungsraums, sondern sichert ihnen auch einen wichtigen geopolitischen Einfluss. Der Euro ermöglicht allen Ländern der Eurozone, sich in der einheimischen Währung zu finanzieren. Länder ohne eigene globale Währung sind auf Finanzströme in anderen Währungen angewiesen, und daher sehr viel stärker der Volatilität globaler Finanzmärkte ausgesetzt. Vor allem in Krisenzeiten bietet sie große Vorteile. Aufgrund ihrer Stabilität und der Liquidität der Finanzmärkte flüchten Investoren weltweit gerade dann in globale Währungen. Daher gelang es den USA und der Eurozone, also den Wirtschaftszonen mit den beiden einzigen globalen Währungen, während der globalen Finanzkrise zwischen 2007 und 2009 Kapital aus dem Ausland anzuziehen und damit die negativen Konsequenzen der Krise zumindest etwas abzufedern.

### Die Entwicklung vor der Finanz- und Staatsschuldenkrise

Die erste Dekade des Euro wurde praktisch von allen als großer wirtschaftspolitischer Erfolg gewertet. Die Kritiker

im In- wie Ausland verstummten, als die 2000er Jahre in den meisten europäischen Ländern einen wirtschaftlichen Aufschwung brachten. Vor allem die ärmeren Länder der Eurozone aus Südeuropa konnten sich über hohe Kapitalzuflüsse freuen. Diese Investitionen in den Peripherieländern waren genau das, was sich viele von der Währungsunion erhofft hatten. Der Konvergenzprozess bescherte den schwächeren Ländern hohe Kapitalzuflüsse, einen Boom an Investitionen und eine gestärkte Nachfrage. Durch den Euro waren Investitionen in Ländern wie Portugal und Griechenland sehr viel attraktiver geworden. Denn die Angleichung dieser Länder an die Verhältnisse in Deutschland und den stärkeren nordeuropäischen Ländern führte zu einer zum Teil deutlich höheren Rendite. Der Erfolg des Euro und die starken Kapitalflüsse und Investitionen machten die aufholenden Länder auch anfällig für eine eventuelle Krise, in der ein Ausbleiben der Kapitalflüsse zu einer starken Abschwächung der Wirtschaft führen würde.

Die globale Finanzkrise der Jahre 2007/2008 war die tiefste Krise seit der Großen Depression der 1930er Jahre. Die Finanzkrise zeigte, dass viele dieser Angleichungserwartungen übertrieben oder falsch, viele der Investitionen und Ausgaben in Südeuropa zum Teil exzessiv und fehlgeleitet waren. Entstanden war eine riesige Blase etwa im spanischen Immobilienmarkt und auf den irischen Finanzmärkten. Der Wirtschaftseinbruch ließ diese Blasen platzen und die Finanzierungskosten für viele Unternehmen und private Haushalte in untragbare Höhe schnellen. Mehrere große Geschäftsbanken im gesamten Euroraum mussten starke Verluste verkraften und von den Staaten des Euroraums rekapitalisiert werden. Durch die Belastungen der Rezession und der Bankenrettung für die Staatshaushalte wurde die Finanzkrise zu einer Staatsschuldenkrise.

Auch die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte im Euroraum waren in den Boomjahren 2003 bis 2007 deutlich größer geworden. Die Leistungsbilanz, in der sich die Nettoersparnis einer Volkswirtschaft spiegelt, war um das Jahr 2000 herum in den meisten Ländern ausgeglichen. Das änderte sich während der ersten zehn Jahre des Euro dramatisch. Länder wie Portugal, Spanien, Irland und Griechenland verzeichneten große Importzuwächse, während die Exporte in die Eurozone und den Rest der Welt nur moderat stiegen. In Deutschland passierte genau das Gegenteil. Während das Land im Jahr 2000 ein geringes Leistungsbilanzdefizit aufwies, stiegen die Exporte vor allem nach Südeuropa in der Folgezeit dramatisch an. Bis 2007 hatte Deutschland einen Leistungsbilanzüberschuss von mehr als 6 % des Bruttoinlandsprodukts angehäuft. Dieser Überschuss war nahezu komplett im Handel mit anderen Euroländern entstanden.

- 4 F. Balli, S. Kalemli-Ozcan, B. E. Sørensen: Risk sharing through capital gains, in: Canadian Journal of Economics, 45. Jg. (2012), H. 2, S. 472-492; B. E. Sørensen, O. Yosha: International risk sharing and European monetary unification, in: Journal of International Economics, 45. Jg. (1998), H. 2, S. 211-238.
- 5 S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou, J. L. Peydró: What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?, in: Journal of International Economics, 81. Jg. (2010), H. 1, S. 75-88.
- 6 E. Ilzetzki, C. M. Reinhart, K. S. Rogoff: The Country Chronologies to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century: Will the Anchor Currency Hold?, NBER Working Paper Series, Nr. 23135, 2017; C. M. Meissner, N. Oomes: Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice, in: Journal of International Money and Finance, 28. Jg. (2009), H. 3, S. 522-547.

## Der Euro als Sündenbock für die Finanz- und Staatsschuldenkrise

Die beschriebenen Verwerfungen und Folgen der Finanzkrise wurden dem Euro zugeschrieben und aus der Finanz- und Staatsschuldenkrise wurde die „Euro-Krise“. Doch ist der Euro wirklich der Schuldige? Sicherlich hat er es leichter gemacht, Kapital in Südeuropa zu investieren. Der Euro, und damit der Wegfall von Währungsrisiken, hat diese Investitionen attraktiver erscheinen lassen und damit hat er zu den Ungleichgewichten der Leistungsbilanzen beigetragen. Das Absinken der Zinsen hat Staaten, Unternehmen und private Haushalte verleitet, riskante Entscheidungen zu treffen. Allerdings steht die gemeinsame Währung nur dafür, dass ein investierter Euro auch in Euro und keiner anderen Währung zurückgezahlt wird. Das Versprechen hat der Euro im Übrigen gehalten. Dass Investments riskant sind und sich unter Umständen nicht rentieren, kann eine gemeinsame Währung nicht verhindern. Die Verantwortung für die Investitionen tragen die Investierenden selbst.

Die gemeinsame Währung des Euroraums hat auch nicht die Finanzkrise verursacht, sondern Finanzinstitute, die langfristige und, wie sich im Nachhinein herausstellte, überbewertete Wertpapiere mit kurzfristigen Krediten kauften. Da in den 1990er Jahren eine Wirtschaftskrise in den nun erlebten Ausmaßen ausgeschlossen wurde, war das System der gemeinsamen Währung auf die Finanzkrise nicht ausreichend vorbereitet. Allerdings reagierten die Länder des Euroraums schnell, unter anderem mit der Schaffung des Rettungsschirms. Es ist deshalb falsch, die Finanzkrise als „Euro-Krise“ zu bezeichnen. In Bezug auf die Staatsschuldenkrise wird häufig argumentiert, dass der Euro die Euroländer in ein enges wirtschaftspolitisches Korsett zwingt, das ihnen die Möglichkeit nimmt, ihre Wirtschaftspolitik auf die eigenen Bedürfnisse abzustimmen. Hätten die Krisenländer ihre eigene Währung, so wird weiter argumentiert, dann könnten sie diese abwerten, so an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen, ihre Exporte steigern und mehr Beschäftigung und Wachstum generieren. Stellt ein Austritt einzelner Länder aus dem Währungsverbund eine Lösung für die Staatsschuldenkrise dar?

### Ein Ende des Euro als Ende der Probleme?

Für manchen mag diese Logik recht schlüssig klingen, denn viele der südeuropäischen Länder haben eine solche Strategie der wiederholten Abwertung der eigenen Währung in den vergangenen Jahrzehnten häufig betrieben, um ihre Wettbewerbsfähigkeit kurzfristig zu schützen. Das Argument aber, nur eine Abwertung der Währung könne den Krisenländer langfristig und permanent

wieder zu mehr Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum verhelfen, ist falsch. Denn dieser Vorschlag lässt die Ursache der Probleme außer Acht: Die größte Herausforderung für ausnahmslos alle europäischen Krisenländer ist heute die Umsetzung von institutionellen und Strukturreformen. Eine eigene Währung und ihr Wertverfall würden solche Strukturreformen nicht ersetzen und nicht leichter machen. Im Gegenteil: Der unvermeidliche wirtschaftliche Kollaps würde den Regierungen für viele Jahre noch weniger wirtschaftspolitischen Spielraum lassen, als sie heute haben.

Es gibt zusätzlich einen fundamentalen Unterschied zwischen einer Abwertung der eigenen, existierenden Währung und der Aufgabe und Konvertierung des Euro in eine andere Währung. Zwar würde die neue nationale Währung massiv abwerten, die Unternehmen könnten nun einen großen Teil ihrer Einnahmen aber nur in dieser neuen, schwächeren Währung erhalten. Die Schulden und Kredite müssten jedoch weiterhin in Euro bedient werden. Die Unternehmen wären mit ihrer neuen, schwachen Währung also nicht in der Lage, ihre Schulden zu begleichen. Dasselbe würde für Arbeitnehmer gelten, die ihre Gehälter nun in der neuen Währung erhalten, jedoch Schulden nach wie vor in Euro zurückzahlen müssen.

Die Konsequenzen wären Staatsbankrotte und eine Insolvenz-Welle bei Unternehmen und privaten Haushalten. Es ist nicht schwer, sich auszumalen, was dies für Beschäftigung und Wachstum bedeuten würde. Die Erfahrung Indonesiens zeigt, wie extrem schmerzvoll Finanzkrisen sein können: Obwohl Indonesien sowohl über eine eigene Währung verfügte als auch sehr viel geringere wirtschaftliche Probleme hatte als viele der europäischen Krisenländer Europas heute, brach das Wirtschaftswachstum während der Finanzkrise 1997 bis 1998 um mehr als 20 % ein. Damit war der Rückgang in einem einzigen Jahr etwa so groß wie der, den Griechenland über die letzten fünf Jahre hinnehmen musste. Viele derer, die sich für einen Austritt Griechenlands aus dem Euro aussprechen, argumentieren, dass die Krise nicht mehr schlimmer für Griechenland werden kann. Die Erfahrung anderer Länder zeigt überdeutlich, dass dies falsch ist – ein Austritt aus dem Euro würde für die betroffenen Länder mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem noch viel tieferen Kollaps und einer noch größeren Tragödie für Menschen und Wirtschaft führen.

Auch in Deutschland würde solch ein Kollaps der Krisenländer unweigerlich zu einer tiefen Rezession führen. Deutschland ist nicht nur durch seine große Offenheit und seinen intensiven Handel eng mit den Ländern der Eurozone verbunden, auch deutsche Investoren und Unternehmen haben riesige Investitionen in diesen Ländern

getätigt. Ein sehr großer Teil dieser Investitionen würde sich in massive Verluste verwandeln. Das unausweichliche Resultat wären ein Einbruch der Wirtschaftsleistung, niedrigere Einkommen und ein starker Anstieg der Arbeitslosigkeit in Deutschland.

Als Fazit gilt: weder ist der Euro für die Finanz- und Staatsschuldenkrise verantwortlich, noch würde ein Ende des Währungsraums bzw. der Austritt einzelner Länder aus diesem, die Krise lösen. Deswegen bleibt nur der Weg nach Vorne und damit weitere Reformen, die den Euro vor zukünftigen Krisen besser schützen können. Dies erfordert, dass wirtschaftspolitische Entscheidungen auf europäischer Ebene besser koordiniert werden, vor allem in den Bereichen Finanzmärkte, Banken und Fiskalpolitik. Anstatt die Krise ständig als „Euro-Krise“ zu titulieren und das Ende des Euro herbeizureden, sollten alle Anstrengungen unternommen werden, seine Geburtsfehler zu beheben.

### Der Euro ist nicht das Problem, sondern die Lösung vieler Probleme

Was ist zu tun, wie müssen diese Reformen aussehen? Eine Gruppe von 14 deutschen und französischen Wirtschaftswissenschaftlern<sup>7</sup> hat ein Reformprogramm vorgelegt, wie Deutschland und Frankreich zusammenfinden und Europa gemeinsam reformieren können. Die Essenz dieses Reformprogramms ist es, die nationale Eigenverantwortung zu stärken, um gleichzeitig eine bessere Koordinierung der Wirtschaftspolitik und mehr Solidarität zu ermöglichen. Es geht nicht um mehr Vergemeinschaftung und Haftung aller für die Fehler einzelner, sondern um klügere Regeln gekoppelt an eine effektive Risikoteilung und -reduzierung.

Ein solches Reformprogramm will die Eigenverantwortung nationaler Regierungen und gleichzeitig die Marktdisziplin stärken, indem es die existierenden Fiskalregeln durch eine neue, bessere Regel ersetzt. Den geltenden Regeln fehlt es an Flexibilität in schlechten und an Biss in guten Zeiten. Nach der neuen Regel sollen die Staatsausgaben auf lange Sicht nicht schneller wachsen dürfen als die nominale Wirtschaftsleistung, und langsamer in Ländern, die Schulden abbauen müssen. Eine solche Regel erlaubt eine stärker antizyklische Fiskalpolitik, weil sie mehr Disziplin in guten Zeiten verlangt, aber auch mehr Flexibilität in schlechten Zeiten ermöglicht. Überwacht werden sollen diese Regeln durch unabhängige nationale Fiskalräte und einen gemeinsamen europäischen Fiskalrat.

7 A. Bénassy-Quéré, M. K. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.-O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro, J. Zettelmeyer: How to reconcile risk sharing and market discipline in the euro area, CEPR Policy Insight, Nr. 91, 2018.

Regierungen, die diese Regeln verletzen und ihre Ausgaben stärker steigern, müssen dies durch nachrangige Staatsanleihen finanzieren, die im Falle eines ESM-Rettungsprogramms verlängert werden. Die entstehende Marktdisziplin wäre viel effektiver als die derzeitige Androhung von Strafen, die zudem zu heftigen Konflikten innerhalb der Eurozone geführt haben. Hiermit einhergehen sollte eine geordnete Schuldenrestrukturierung von Ländern, die zwar keine Automatismen, aber dafür klare Regeln enthalten sollte, wie private Gläubiger in Krisen beteiligt werden und an welche Bedingungen ESM-Kredite geknüpft sind.

Das Reformprogramm spricht sich auch für eine bessere Risikoteilung aus, allerdings sollte diese vorrangig durch private Kapitalmärkte und nicht durch eine Fiskalunion zustande kommen. Ein zentrales Element dabei sollte es sein, die Abhängigkeit zwischen Staaten und ihren Banken durch eine stärkere Eigenkapitalhinterlegung von Staatsanleihen und einer gemeinsamen Einlagensicherung zu durchbrechen. Das schafft Anreize für Banken, weniger einheimische Staatsanleihen zu kaufen und ihre Portfolios international zu diversifizieren.

Die Bankenaufsicht muss den Druck erhöhen, existierende faule Kredite abzubauen und die Regulierung strenger zu gestalten. Hinzukommen sollte eine synthetische Anleihe aller Länder des Euroraums, die zwar eine Alternative zu nationalen Staatsanleihen bietet, aber auch keinerlei Solidarhaftung der Mitgliedstaaten enthalten darf. Nur im Extremfall einer tiefen Wirtschaftskrise sollte ein gemeinsamer, durch Beiträge finanzierter Fonds einzelnen Mitgliedsländern finanzielle Unterstützung gewähren. Ein solcher Fonds sollte keine Verschuldungsfazität enthalten.

Die Essenz dieses Reformprogramms ist es, die Eigenverantwortung nationaler Regierungen zu stärken und gleichzeitig die Koordinierung der Wirtschaftspolitik zu verbessern. Es erfordert keinen großen Wurf, der auf die Vergemeinschaftung von Risiken abzielt. Das Reformprogramm beinhaltet eine Reihe von moderaten und realistischen Reformschritten, die in ihrer Gesamtheit die Währungsunion vollenden und nachhaltig machen.

Die unterschiedlichen Positionen in Deutschland und Frankreich sind keine Widersprüche, sondern komplementäre Elemente eines notwendigen Reformprogramms. Die neue Bundesregierung sollte die historische Chance nutzen und die ausgestreckte Hand des französischen Präsidenten Macron ergreifen, um zusammen Europa zu reformieren und den Euro nachhaltig zu machen. Dies erfordert keine politische Union, eine Reihe von gezielten und realistischen Reformen sind ausreichend, um den Euro wieder zu der Erfolgsgeschichte zu machen, der er von Anfang an war.