

IST DER EURO GEFÄHRDET?

Armin Rohde, Frank Ehrhold
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Abstract

Due to high national debt in several member states of the Euro-Currency-Area which led to huge relief programmes the single European currency Euro seems to be at risk. But neither inflation rates nor exchange rate movements of the Euro since 1999 up to 2011 give reasons to believe that an up to now success story of the Euro will come to a sudden end in shortness. On the other hand it often had been argued that increasing national debt will inevitably lead to higher inflation rates and will endanger a currency by permanent devaluation. But the institutional and legal framework of the European monetary policy, if used correctly, will give sufficient protection against inflation pressure due to increasing national debt. The most danger for the European currency or for the European-Currency-Area can be seen in drifting apart of national competitiveness between the member states of the Euro-Area, especially due to an existing lack of coordination in wage policy. Different wage policies in the member states of the Euro-Area in the past had led to different national inflation rates and had caused calculated real exchange rate movements which had lasting influence on national competitiveness, which hamper international trade in the case of real appreciation or which promote international trade in the case of real depreciation..

Keywords: Euro-Currency-Area, exchange rates, monetary policy, inflation, stability of the price level, national debt, national competitiveness, wage policy

JEL Classification: E52, E58, F16, F31, H62

1. Einleitung

Wenn man die Wirtschaftsschlagzeilen der vergangenen Wochen und Monate betrachtet, dann scheint sich momentan wahrlich Bedrohliches für die 1999 mit viel Euphorie und großen Erwartungen eingeführte gemeinsame europäische Währung, den Euro, angesammelt zu haben. So hat die deutsche Bundeskanzlerin im Zusammenhang mit der Rechtfertigung der umfangreichen Hilfsprogramme für Griechenland in Höhe von 110 Mrd. Euro und den daran anschließend auf den gesamten Euro-Währungsraum ausgedehnten und beschlossenen Rettungsmaßnahmen im Volumen von weiteren 750 Mrd. Euro mehrfach von einer Bedrohung der Stabilität der Euro-Zone gesprochen und davon, dass es gilt, unsere gemeinsame europäische Währung stabil zu halten. So betonte die Bundeskanzlerin z.B. anlässlich der Verleihung des Internationalen Karlspreises zu Aachen 2010 an den Polnischen Premierminister Donald Tusk im Mai 2010 in ihrer Laudatio wörtlich: „Scheitert der Euro, dann scheitert nicht nur das Geld. (...) Dann scheitert Europa“ (Merkel, 2010) Im Onlineportal des deutschen Nachrichten Magazins „Der

Spiegel“ fand sich am 23.06.2010 ein Beitrag mit der Überschrift: „Starinvestor Soros warnt vor Euro-Kollaps“ (Spiegel Online, 2010).

Auch in der deutschen Wirtschaftszeitung „Handelsblatt“ wurde vom Kampf um den Euro gesprochen und vereinzelt sogar das baldige Ende des Euro prognostiziert und empfohlen: „Deutschland sollte die D-Mark wieder einführen“ (Fisher, 2010) wie es in einer Schlagzeile hieß. Vorschläge, die nationalen Währungen in Europa wieder einzuführen, vernimmt man mittlerweile auch aus der Wissenschaft (vgl. Streit, 2011). Andere wiederum mutmaßen, dass bereits D-Mark-Noten gedruckt werden, um für das nahende Ende des Euro gewappnet zu sein. Es soll sogar schon einen Termin für die offizielle Rückkehr der D-Mark geben. Vor dem Hintergrund der Staatsverschuldung wird auch von der drohenden Gefahr einer Hyperinflation und eines totalen Währungsverfalls gesprochen. Zudem finden sich in den Medien immer wieder Hinweise auf ein abendliches Treffen führender Vertreter der drei größten Hedgefonds im Februar 2010, wo eine gemeinsame Strategie zur Schwächung des Euros abgesprochen worden sei (vgl. FAZ, 2010). Insgesamt sind das Gründe genug, um über den Euro und die möglichen Bedrohungen seiner Existenz nachzudenken.

2. Stabilitätsentwicklung und Wechselkursbewegungen des Euro

Die Stabilität einer Währung ist insbesondere dann gefährdet, wenn es z.B. nicht gelingt, auf Dauer Preisniveaustabilität zu gewährleisten, d.h. die Bürger vor Inflation und damit vor Kaufkraftverlusten zu schützen. Ebenfalls in Gefahr gerät eine Währung, die permanent unter Abwertungsdruck steht, d.h. deren Außenwert nachhaltig sinkt und damit an internationaler Attraktivität verliert. In einem solchen Fall spricht man auch von einer Weichwährung (vgl. Streit, 2011).

Zunächst ist herauszustellen, dass die durchschnittliche Inflationsrate im Eurowährungsraum in den Jahren 1999 bis 2010, gemessen am sogenannten Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), mit einem Wert von 1,97% praktisch kaum vom durch die Europäische Zentralbank (EZB) definierten und quantifizierten Ziel der Preisniveaustabilität abgewichen ist. So definiert die EZB ihr vorrangiges Ziel der Preisniveaustabilität als einen Anstieg des HVPI mittelfristig um unter, aber nahe 2%. In Deutschland betrug die durchschnittliche Inflationsrate in den Jahren 1999 bis 2010 sogar nur 1,5%, während sich die durchschnittliche Inflationsrate in der D-Mark Zeit von 1948 bis 1998 mit einem Wert von 2,7% ergab (Vgl. Sinn, 2010: 5). Damit ist der Euro, gemessen an der durchschnittlichen Inflationsrate, durchaus stabiler als es die D-Mark war, die allerdings einige Jahre mehr existierte als der Euro bislang. Der diesbezügliche Erfolg des Euro mag ja, so könnte man einwenden, auch darauf zurückzuführen sein, dass er in einer sogenannten Schönwetterperiode eingeführt wurde, und dass die eigentlichen Herausforderungen nunmehr erst bevorstehen. Inwieweit hier zukünftig Inflationsrisiken lauern, darauf wird später noch einzugehen sein. In der Rückschau und gemessen an den Kaufkraftverlusten hat sich der Euro jedenfalls als eine sehr stabile und damit sehr erfolgreiche Währung erwiesen.

Was die Wechselkursentwicklung des Euro anbelangt, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, so wurde der Euro am 4.1.1999 mit einem Kurs von 1,17 US-\$ für einen Euro eingeführt. Danach gab es fast 2 Jahre lang nur eine Richtung für den Wechselkurs des Euro, nämlich nach unten, d.h. eine Verringerung des Außenwertes. Bis Oktober 2000 wertete der Wechselkurs permanent ab, und zwar bis auf einen Kurs von 0,83 US-\$ für einen Euro. Nachdem der Wechselkurs dann bis Anfang 2002 um Werte von 0,90 US-\$ für einen Euro schwankte, wertete der Euro danach über mehrere Jahre in erheblichem Umfang auf und erreichte im April 2008 mit einem Kurs von 1,60 US-\$ seinen bislang höchsten Wert. Im Zuge der Ausbreitung der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise sackte der Kurs nach der Insolvenz des Bankhauses Lehman Brothers bis Mitte November 2008 vorübergehend auf 1,25 US-\$ ab, um 1 Jahr später, nämlich Ende 2009, wieder die Höhe von 1,50 US-\$ zu erklimmen. Die danach im Zuge des Beginns der sogenannten Verschuldungskrise Griechenlands einsetzende erneute Abwertung des Euro im Verlauf des ersten Halbjahres 2010 auf einen Werte von 1,2010 US-\$ für einen Euro am 9. Juni 2010 wurde in vielen Medien und vor allem von der Politik, praktisch über alle Parteigrenzen hinweg, dann als Beleg oder Ausdruck für die Gefahren des Euro gewertet, denen es entschlossen zu begegnen galt. Nur am Rande sei erwähnt, dass sich danach der Wechselkurs des Euro bis Anfang November 2010 wieder auf Werte von über 1,42 US-\$ für einen Euro aufgewertet hat.

Ganz abgesehen davon, dass aufgrund des hohen Stellenwertes, den die Psychologie an den internationalen Märkten spielt, Politiker und insbesondere Amtsträger tunlichst vermeiden sollten, eine mögliche Schwäche der eigenen Währung öffentlich zu propagieren, kann von einer Euroschwäche vor dem Hintergrund der bisherigen Wechselkursschwankungen des Euro allerdings überhaupt keine Rede sein. Nachdem der Euro über einen Zeitraum von mehr als 6 Jahren zwischen 2002 und 2008 praktisch permanent aufgewertet hat, war eine Gegenbewegung, also eine Abwertung, zu erwarten gewesen. Nicht auszuschließen ist, dass die Rolle der Psychologie an den internationalen Märkten hier zu einer gewissen Übertreibung und zu einer Verschärfung des Tempos einer solchen Gegenbewegung beigetragen hat, die sich dann aber, wie die Daten zeigen, relativ schnell wieder korrigiert hat. Insofern waren die Abwertungen des Euro in den ersten Monaten nach Ausbruch der Griechischen Schuldenkrise eher Ausdruck einer gewissen Normalisierung der Wechselkursentwicklung, als ein Ausdruck einer Euro-Schwäche infolge der Krise. Dies auch deshalb, weil man mit Wechselkursen um die 1,20 US-\$ ja noch sehr weit vom absoluten Tiefkurs des Euro in Höhe von 0,83 US-\$ im Oktober 2000 entfernt war. Selbst bei diesem bislang absoluten Tiefkurs hat im Jahr 2000 niemand von Gefahren für den Euro und einer möglichen Abschaffung gesprochen. Vielmehr hat man die damaligen Abwertungen des Euro als Ausdruck einer vielleicht etwas übertriebenen Korrektur des zu hohen Anfangswechelkurses bei der Einführung des Euro gewertet und auf die erhofften positiven Einflüsse einer Abwertung auf den internationalen Handel und damit auf die Leistungsbilanz gesetzt.

Vergleicht man die bisherigen Schwankungen des Euro-Wechselkurses z.B. mit den Schwankungen des Wechselkurses der D-Mark gegenüber dem US-Dollar, dann wird deutlich, dass die D-Mark, deren hohe Stabilität ja von niemanden in der

Vergangenheit und auch heute in Abrede gestellt wurde und wird, in der Spitze sehr viel stärker als der Euro gegenüber dem Dollar abgewertet wurde. So erreichte der D-Mark Wechselkurs in der Preisnotierung im Februar 1985 mit 3,47 DM für einen Dollar seinen absolut tiefsten Wert. Das entspricht, nach Umrechnung von D-Mark in Euro, und zwar auf der Grundlage des unwiderruflichen Euro-Umrechnungskurses von 1,95583 D-Mark für einen Euro, einem Wechselkurs in der Mengennotierung von 0,56 US-\$ für einen Euro und liegt somit weit unter dem bisherigen Tiefkurs des Euro von 0,83 US-\$ für einen Euro. D.h., die D-Mark war in ihren besten Zeiten in der Spitze viel „schwächer“ gegenüber dem US-Dollar, als es der Euro im Oktober 2000 gewesen ist. Niemand hat damals eine Gefahr für die Existenz der D-Mark gesehen.

Fragt man nun, warum von Seiten der Politik eine verhältnismäßig geringe Abwertung des Euro als Existenzkrise interpretiert wird, dann liegt das vielleicht an der folgenden Überlegung. Die Verschuldungskrise Griechenlands führte dazu, dass die (internationalen) Kapitalgeber immer weniger bereit waren, Griechenland weitere Kredite zu gewähren. Als logische Folge führte das zunächst zu steigenden Zinsen für Griechische Anleihen. Im Zuge der Zinssteigerungen wurden dann auch die Bonitätsbeurteilungen Griechenlands durch die Rating-Agenturen herabgestuft. Dies löste Verkäufe von Griechischen Anleihen aus und ließ die Zinsen noch weiter steigen und verschärfte die Schuldenprobleme für Griechenland drastisch. Plötzlich wurde die Möglichkeit von sogenannten „Hair-Cuts“, also dem ersatzlosen Streichen von griechischen Schulden in die Diskussion gebracht. Die damit unweigerlich verbundenen Abschreibungen auf griechische Schuldtitel hätte die gerade im Zuge der internationalen Finanzkrise durch massive staatliche Hilfen geretteten Banken, zumindest die, die in hohem Umfang griechische Staatstitel besaßen, in erneute Schwierigkeiten gebracht, mit der dann absehbaren Folge, dass wiederum hohe staatliche Hilfsprogramme erforderlich gewesen wären, um erneut Banken zu retten. Dadurch setzte sich in der Politik die Auffassung durch, dass es besser wäre, Griechenland bei seinen Schuldenproblemen zu helfen, als erneut staatliche Bankenhilfen zu gewähren, was wohl auf breiten Widerstand, so befürchtete man sicher nicht mit Unrecht, in der Bevölkerung gestoßen wäre.

Nun lässt aber der EG-Vertrag oder der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), wie der Vertrag in der Fassung von Lissabon nunmehr offiziell heißt, es nicht zu, dass die Mitgliedsländer für die Folgen einer durch ein Land selbst verschuldeten Notsituation aufkommen müssen. Das ist in der öffentlichen Diskussion die sogenannte „No-Bail-Out-Klausel“, die sinngemäß in Artikel 125 AEUV verankert ist und nach der es nicht zulässig ist, dass ein Mitgliedstaat der Währungsunion für die Schulden eines anderen Mitgliedstaates eintreten muss. Da die prekäre Verschuldungslage Griechenlands nun in der Tat eindeutig als selbstverschuldet einzustufen ist, wären finanzielle Hilfen für Griechenland ein Vertragsverstoß gewesen und damit rechtlich bedenklich.

Allerdings gibt es auch den Artikel 122 (Gravierende Schwierigkeiten) im AEUV, der im Absatz 2 besagt: „Ist ein Mitgliedstaat aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von

Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand der Union zu gewähren.“. Somit hat die Politik hohe Gefahren für den Euro quasi nur in den Raum gestellt, also Gefahren und außergewöhnliche Ereignisse, die sich der Kontrolle Griechenlands entziehen, um hier zunächst einem Mitgliedsland helfen zu dürfen und um offiziell nicht gegen die „No-Bail-Out- Klausel“ in Art. 125 AEUV zu verstoßen. Dies ist allerdings ein mehr als fragwürdiges Vorgehen der Politik. Damit war dann auch die Möglichkeit eröffnet, die Hilfsprogramme über Griechenland hinaus auf andere Eurostaaten, wie Irland und Portugal sowie möglicherweise auch auf Spanien und Italien auszudehnen.

Mit solchen, aus politischen Gründen ins Spiel gebrachten existenziellen Gefahren für den Euro öffnet man allerdings die Türen für Spekulanten, auf eine Abwertung des Euro zu setzen, daraus Gewinne zu erzielen und nicht zuletzt eine Abwertung des Euro auch tatsächlich herbeizuführen. Die anfangs angesprochenen Hedgefonds werden sich gefreut haben, dass ihnen die Politik derart dienlich war, und sie werden gut daran verdient haben.

3. Staatsverschuldung und Inflationsgefahren als Bedrohung des Euro?

Wie steht es nun aber mit den Gefahren für den Euro, die aus der generellen Zunahme der Staatsverschuldung der Länder resultieren können. Droht nicht über den Weg einer durch die zunehmende Staatsverschuldung zwangsweise herausbeschworenen Inflation, wie es nicht nur in letzter Zeit immer häufiger zu hören ist, eine Gefahr für den Euro?

Dazu ist zu sagen, dass in der Vergangenheit eine hohe Staatsverschuldung immer dann zu steigenden Inflationsraten geführt hat, wenn die Geldpolitik bzw. die Zentralbanken als Träger der Geldpolitik abhängig von der allgemeinen Politik waren (vgl. Neumann, 1981: 98 f. bzw. Neumann, 1998: 315). Unter derartigen Umständen konnte die allgemeine Politik die Zentralbanken zwingen, die Notenpresse anzuwerfen und durch eine übermäßige Geldschöpfung oder Geldbereitstellung den Nährboden für Inflation zu schaffen. Praktisch finanzierte auf diesem Weg die Geldpolitik direkt die zunehmende Staatsverschuldung. Genau um so etwas zu verhindern wurde der EZB bzw. dem Eurosystem eine sehr weitgehende Unabhängigkeit oder Autonomie gegenüber der allgemeinen Politik gesetzlich garantiert.

Die äußerst weitreichende Unabhängigkeit des Eurosystems und ihrer Vertreter, die erheblich über die viel gepriesene und für die Statuten des Eurosystems beispielgebende Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank hinausgeht, ist sogar im Art. 130 AEUV kodifiziert und könnte allenfalls durch einstimmigen Beschluss aller 27 EU-Mitgliedstaaten abgeschafft werden. Dass so ein einstimmiger Beschluss zur Einschränkung oder sogar zur Abschaffung der Autonomie des Eurosystems zustande kommt, ist sehr unwahrscheinlich.

Gleichzeitig gibt es bereits seit dem 1.1.1994, also mit dem Eintritt in die zweite Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, und in Art 123 AEUV festgeschrieben, ein Verbot von Kreditgewährungen der Europäischen Zentralbank sowie der nationalen Zentralbanken an die Zentralregierungen. Die Schutzvorschrift zur Vermeidung von Inflation, also das Verbot, Kredite der Zentralbanken, und damit auch der EZB, an den Staat zu gewähren wird noch ergänzt durch die gesetzlich geregelte Zielvorgabe für die europäische Geldpolitik, vorrangig das Ziel der Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Die gesetzliche Grundlage dazu findet sich in Art. 127 AEUV.

Damit bieten der institutionelle und insbesondere der rechtliche Rahmen formal einen äußerst hohen Schutz davor, dass die europäische Geldpolitik in den Dienst einer gefährlichen Finanzierung der Staatsverschuldung gestellt werden kann. Ob ein formal bestehender, hoher Schutz aber auch faktisch die Gewähr bietet, dass es nicht zu einer durch die Geldpolitik unterstützten Finanzierung der Staatsverschuldung kommt und dass auf diesem Weg somit auf jeden Fall eine Inflationsgefahr verhindert wird, ist jedoch eine zweite Frage. Eine formal bestehende Unabhängigkeit muss auch von den Vertretern der Geldpolitik gelebt und damit auch gegen Widerstände umgesetzt werden.

Mit der Entscheidung des EZB-Rates vom Mai 2010, im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme) Interventionen an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Eurogebiet durchzuführen, um die Markttiefe und Liquidität der Wertpapiermärkte sicherzustellen, hat die europäische Geldpolitik begonnen, Staatsanleihen der Euroländer zu kaufen, die aufgrund ihrer prekär eingeschätzten Schuldsituation Schwierigkeiten haben, weiterhin Kredite zu den mit den anderen Euro-Ländern vergleichbaren Konditionen über die Märkte zu erhalten (vgl. EZB, 2010). Mit dieser Maßnahme ist unmittelbar die Frage verbunden, ob sich die EZB damit nicht bereits zu stark in den Dienst der allgemeinen Politik gestellt hat und ob sie damit nicht ihre Unabhängigkeit ein Stück weit preisgegeben hat (vgl. Meyer, 2010: 811).

Zwar ist der Kauf von Staatsanleihen am Markt, also nicht direkt vom Emittenten oder Schuldner, formal kein Verstoß gegen das Verbot der Direktkreditvergabe der Zentralbanken an den Staat; doch indirekt erleichtert die Geldpolitik auf diese Weise den hoch verschuldeten Staaten die Aufnahme von Krediten erheblich. So können die Geldgeber auf die Bereitschaft der EZB setzen, dass sie notfalls die durch ihre Kreditvergabe an die verschuldeten Staaten im Gegenzug empfangenen Staatsanleihen wieder verkaufen können. Dadurch wird das Risiko der Kreditgeber, aus dem Erwerb von Staatsanleihen hoch verschuldeter Staaten Verluste zu erleiden, erheblich reduziert, weil die EZB für die erforderliche Liquidität an diesen Märkten sorgt und somit die Gefahren größerer Wertpapierkursverluste verhindert oder zumindest sehr stark reduziert. Den Schuldenstaaten wird die Aufnahme neuer Kredite aber auch insofern erleichtert, als durch die Stützungskäufe der EZB die Zinsen für die Ausgabe neuer Staatsanleihen nicht zuletzt aufgrund einer geringeren Risikoprämie niedriger bleiben. Insofern werden durch solche Stützungskäufe von Staatsanleihen besonders hoch verschuldeter Staaten Anreize in Form von

hinreichend ausgeprägten Zinssteigerungen unterdrückt, die zu einem Umdenken in der bisherigen Verschuldungspolitik beitragen würden. In diesem Zusammenhang sei angemerkt, dass z.B. Griechenland in den Jahren 1992 bis 1996 langfristige Zinsen um die 20 Prozent zahlen musste, und zwar mit Aufschlägen gegenüber den langfristigen Zinssätzen in Deutschland in Höhe von bis zu 17,4 Prozentpunkten (vgl. EWI-Jahresberichte 1994-1997).

Indirekt könnte auf diesem Weg auch eine Finanzierung von Staatsschulden durch die Geldpolitik gegeben sein, denn mit dem Ankauf dieser Anleihen, die von der EZB mit Euro bezahlt werden, stellt die Geldpolitik zumindest in einem ersten Schritt Zentralbankgeld zur Verfügung. Da die EZB diese Staatsanleihen ausschließlich von Geschäftsbanken erwirbt, führt diese Bereitstellung von Zentralbankgeld über einen Anstieg der Einlagen der Banken bei der Zentralbank zu einer Erhöhung der sogenannten Geldbasis. Erhöhungen der Geldbasis können aber nach dem Geldbasiskonzept von Brunner und Meltzer Grundlage für einen Anstieg der umlaufenden Geldmengenaggregate sein (vgl. Issing, 2007: 66 ff. und Görgens; Ruckriegel; Seitz, 2008: 105 ff.).

Allerdings hat die EZB in ihrem Beschluss, Staatsanleihen am Markt zu kaufen, auch die Absicht bekundet, dass sie die durch den Kauf solcher Wertpapiere bereitgestellten Gelder unmittelbar wieder abschöpft, also sterilisiert. So hat sie diesbezüglich ausgeführt: „Um die Auswirkungen der obigen Interventionen zu sterilisieren, werden gezielte Operationen durchgeführt, um die durch das Programm für die Wertpapiermärkte bereitgestellte Liquidität wieder abzuschöpfen. Dadurch wird gewährleistet, dass der geldpolitische Kurs nicht beeinflusst wird.“ (EZB, 2010a). Mit der Sterilisation dieser zusätzlichen Geldbasis soll letztlich eine die Inflation begünstigende Aufblähung der unlaufenden Geldmenge verhindert werden.

Von Mai 2010 bis Februar 2011 hat die EZB bislang für 77,1 Mrd. Euro (Stand: Woche zum 18.02.2011) solche Staatsanleihen hoch verschuldeter Euro-Staaten aufgekauft. Die Abschöpfung oder Sterilisation der damit in diesem Umfang praktisch auf Dauer bereitgestellten Liquidität geschieht allerdings im Rahmen der sogenannten Feinsteuerungsoperationen des Eurosystems nur für jeweils eine Woche, indem die EZB den Banken anbietet, diese Mittel als verzinsliche Termineinlage bei der EZB anzulegen. Das heißt, diese Abschöpfungen müssen, und das geschieht bislang auch, nach jeder Woche erneut vorgenommen werden. Das Risiko besteht darin, dass auf diesem Weg keine dauerhafte und insbesondere auch keine vollständige Abschöpfung der bereitgestellten Gelder stattfindet, denn die EZB ist dabei immer auf die Bereitschaft der Geschäftsbanken angewiesen, die Gelder in dem von der EZB angestrebten Umfang Woche für Woche auch abzugeben und bei der EZB anzulegen. Deshalb überrascht es auch nicht, dass bislang mehrfach die vollständige Abschöpfung der durch den Kauf von Staatsanleihen bereitgestellten Liquidität nicht gelungen ist. Zuletzt war dies in der Woche zum 4. Februar 2011 der Fall, in der die EZB nur 68,2 Mrd. Euro abschöpfen konnte, statt der zu diesem Zeitpunkt angestrebten 76,5 Mrd. Euro (vgl. EZB, 2011).

Um die durch den Kauf von Staatsanleihen dauerhaft bereitgestellte Liquidität auch auf Dauer wieder abzuschöpfen, dürfte die Abschöpfung nicht im Wege einer sehr kurzfristigen Feinststeuerungsoperation, sondern müsste im Wege einer längerfristigen strukturellen Operation durchgeführt werden. Im Rahmen ihrer strukturellen Operationen stehen dem Eurosystem zwei Möglichkeiten für eine dauerhafte Liquiditätsabschöpfung zur Verfügung, nämlich definitive Verkäufe von Wertpapieren aus dem Besitz der EZB oder aber die Emission von eigenen Schuldverschreibungen der EZB (vgl. EZB, 2008: 8 ff. und 18 f.). Verbunden wäre mit diesen Maßnahmen jedoch ein stabilitätspolitisch nicht unproblematisches Signal an die Finanzmärkte, dass die EZB sich nämlich bereiterklärt, bonitätsmäßig weniger gut eingestufte Wertpapiere von hochverschuldeten Euro-Ländern im Austausch gegen die Herausgabe von bonitätsmäßig hochwertigen, eigenen Anleihen anzunehmen. Eine solche Umtauschmöglichkeit risikobehafteter Wertpapiere in praktisch risikofreie Schuldverschreibungen würde die in den Zinshöhen zum Ausdruck kommende Marktbewertung der Risikosituation in den hoch verschuldeten Euro-Ländern stark verzeichnen und somit die Anreize zur Verringerung der Staatsverschuldung in den betroffenen Euro-Ländern stark reduzieren.

Vor dem Hintergrund einer momentan ohnehin massiven Bereitstellung von Liquidität in Form von Zentralbankgeld an die Geschäftsbanken des Euro-Währungsraumes, die über den normalen geldpolitischen Instrumenteneinsatz des Eurosystems und zudem zu extrem niedrigen Leit- oder Refinanzierungszinsen stattfindet, ist die Frage, ob die durch den Kauf von Staatsanleihen noch zusätzlich bereitgestellten Gelder auf Dauer abgeschöpft werden oder, wie momentan, nur revolvierend auf Wochenbasis, allenfalls von zweitrangiger Bedeutung. Zumindest solange die momentan durch die Geldpolitik mengenmäßig unbegrenzt gewährten und von den Geschäftsbanken in hohem Umfang genutzten Zugriffsmöglichkeiten auf Zentralbankgeld als Reaktionen auf die internationale Finanzkrise und auf die europäische Schuldenkrise weiterhin Bestand haben (vgl. EZB, 2010b: 63 ff.), ist es für die Abschätzung von Stabilitätsgefahren unerheblich, ob ein kleiner Anteil der insgesamt bereitgestellten Liquidität nun auf Dauer oder aber nur wiederholt kurzfristig abgeschöpft wird.

Entscheidender für die Antwort auf die Frage, ob man in absehbarer Zeit mit höheren oder sogar stark steigenden Inflationsraten im Euro-Währungsraum zu rechnen hat, ist vielmehr, ob es der EZB rechtzeitig gelingen wird, die nun schon seit Mitte 2008 sehr hohe und extrem billige Zentralbankgeldbereitstellung an die Geschäftsbanken zurückzufahren. Diese insgesamt sehr expansive Ausrichtung der europäischen Geldpolitik könnte bei einem erhofften Anstieg der Wirtschaftsaktivitäten im gesamten Euro-Währungsraum das eigentliche Inflationspotenzial bilden. Da ein solches Zurückfahren der massiven Zentralbankgeldbereitstellung jedoch mit nicht unerheblichen Zinserhöhungen in der Euro-Zone einhergehen dürfte, was auf den starken Widerstand der durchweg hoch verschuldeten EU-Länder treffen dürfte, wird sich erst dann zeigen, ob die formal sehr hohe Unabhängigkeit der EZB und ihrer Vertreter auch faktisch gegeben ist. Nur wenn sich die EZB und ihre Vertreter nicht dem allgemeinen politischen Druck

beugen, die Zinsen möglichst lange auf dem derzeit auch historisch niedrigsten Niveau zu halten – und man kann davon ausgehen, dass dieser Druck enorm sein wird – nur dann wird man sich auch in Zukunft darauf verlassen können, dass die EZB ihre gesetzliche Zielvorgabe, vorrangig die Preisniveaustabilität zu gewährleisten, auch wirklich ernst nimmt.

Insgesamt ist der gesetzliche und institutionelle Rahmen für die europäische Geldpolitik so, dass genügend Schutzvorkehrungen bestehen, um wirksam zu verhindern, dass auch hohe Staatsverschuldungen zu Inflation führen. Ob dieser gesetzliche und institutionelle Rahmen allerdings auch gegen hohe politische Widerstände von der EZB und ihren Vertretern genutzt und umgesetzt wird, lässt sich momentan noch nicht beurteilen und damit insbesondere auch noch nicht in Zweifel ziehen. Die Nagelprobe, ob die formal zweifellos bestehenden hohen Stabilitätsvorkehrungen auch unter den aktuellen ökonomischen Bedingungen auf einen mit erkennbarem Vorrang zu vertretenden Stabilitätswillen der EZB trifft, so wie das für die Deutsche Bundesbank eigentlich immer gegolten hat, steht also erst noch bevor.

4. Auseinanderdriften der Wettbewerbsfähigkeit: Die Rolle der Lohnpolitik

Derweil lauern u.U. ganz andere Gefahren für den Euro oder für den Bestand der Euro-Zone, die nicht unbedingt mit den heute dominierend diskutierten Inflationsgefahren zu tun haben. So wurde insbesondere in der Bundesrepublik Deutschland, aber auch in einigen anderen Euro-Ländern, in den Jahren seit 2000 eine sehr moderate oder äußerst zurückhaltende Lohnpolitik betrieben. Der gemäß der sogenannten produktivitätsorientierten Lohnpolitik mögliche kosten- oder inflationsneutrale Verteilungsspielraum (vgl. Mussel /Pätzold, 2008: 120-123) wurde bei weitem nicht ausgeschöpft. So sind z.B. nach Berechnungen der Hans Böckler Stiftung die Reallöhne pro Kopf in Deutschland von 2000 bis 2008 um 0,8% gesunken, während in den bis dahin 15 Euro-Ländern im selben Zeitraum ein durchschnittlicher Anstieg um 13,6% zu verzeichnen war (vgl. Hans Böckler Stiftung, 2008: 1). Dies zeigt sich auch daran, dass die Zuwachsrate der realen privaten Konsumausgaben, die die maßgebliche Komponente der gesamtwirtschaftlichen Binnennachfrage darstellen, in Deutschland zwischen 2002 und 2010 im Durchschnitt nur +0,1% pro Jahr betragen hat. Allein in vier Jahren (2002, 2003, 2007 und 2009) ergaben sich in diesem Zeitraum sogar negative Zuwachsraten für die realen privaten Konsumausgaben. Rückgänge der privaten Konsumausgaben gegenüber dem Vorjahr waren in der Geschichte der Bundesrepublik Deutschland bis dahin noch niemals zu verzeichnen gewesen.

Mit der in den letzten Jahren in Deutschland - im Vergleich zu den erzielten Produktivitätssteigerungen - zu beobachtenden Lohnzurückhaltung, die auf der einen Seite zu einer Schwächung der Binnennachfrage geführt hat, ist allerdings auf der anderen Seite die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft gegenüber vielen Euro-Ländern enorm gewachsen. Zum Ausdruck kommen die Wettbewerbsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern des Euro-Währungsraumes u. a. in den unterschiedlichen nationalen Inflationsraten und den

sich daraus rein rechnerisch bestimmbaren realen Wechselkursänderungen. In einer Währungsunion, in der es aufgrund einer einheitlichen Währung zwar keine nominalen Wechselkursbewegungen zwischen den Währungen der Teilnehmerländer mehr geben kann, kommt es jedoch rein rechnerisch in den Ländern mit einer geringeren Preisniveausteigerung gegenüber den Ländern mit einer höheren Preisniveausteigerung zu realen Abwertungen. Umgekehrt ergeben sich in den preisinstabileren Ländern rechnerisch reale Aufwertungen gegenüber den preisstabileren Ländern. Diese realen Wechselkursänderungen sind nicht mehr handels- bzw. wettbewerbsneutral, sondern reale Abwertungen begünstigen den Außenhandel, d.h. sie fördern die Exporte und mindern die Importe, und reale Aufwertungen wirken sich negativ auf den Außenhandel eines Landes aus (vgl. Köhler, 1990: 68 ff.).

Wie oben gezeigt, lag in Deutschland die durchschnittliche Inflationsrate von 1999 bis 2010 mit 1,5% deutlich unter dem Durchschnittwert für alle Euro-Länder, die auf einen Wert von knapp 2,0% kamen. Insofern hat die deutsche Volkswirtschaft gegenüber den Euro-Ländern, die auf Dauer eine höhere als die deutsche Inflationsrate aufgewiesen haben, zunehmend an internationaler Wettbewerbsfähigkeit gewonnen. Vor diesem Hintergrund überrascht es dann auch nicht, dass in den letzten Jahren weit über 40% der deutschen Exporte in die Euro-Länder gegangen sind und noch einmal knapp 20% in die restlichen EU-Staaten, von denen einige ihren Wechselkurs eng an den Euro gekoppelt haben (vgl. Deutsche Bundesbank 2010: 20).

Die Länder der Euro-Zone, die bislang an Wettbewerbsfähigkeit insbesondere gegenüber der deutschen Volkswirtschaft verloren haben, könnten diese Nachteile eigentlich nur wieder abbauen, wenn es ihnen gelingt, über einen Zeitraum von mehreren Jahren deutlich preisstabiler zu werden als Deutschland. Allerdings ist unklar, wie so etwas vor dem Hintergrund der international anerkannten sehr hohen Stabilitätskultur in Deutschland überhaupt möglich sein soll. Eine Stabilitätskultur, die aufgrund der Erfahrungen in Deutschland mit der Hyperinflation von 1922 bis 1923 sowie mit der zurück gestauten Inflation von 1936 bis 1948 und der damit verbundenen zweimaligen totalen Zerrüttung des deutschen Geldwesens zu einer besonderen Präferenz der deutschen Bevölkerung für Geldwertstabilität geführt hat, die in keinem anderen Land so zu finden ist (vgl. Neumann, 1998: 343).

Solange es unter dem maßgeblichen Einfluss von Deutschland bei einer insgesamt niedrigen Inflationsrate in der Euro-Zone bleibt, müssten diese Länder versuchen, ihre Wettbewerbsnachteile gegenüber den bisher preisstabileren Ländern letztlich durch massive Lohnsenkungen und dadurch induzierte negative nationale Inflationsraten oder durch Deflation abzubauen. Dies stellt sicherlich keine sinnvolle Option für die Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Euro-Länder dar, denn es würde die wirtschaftliche Entwicklung im gesamten Euro-Raum übermäßig dämpfen. Ob diese Länder in der Lage sind, aus eigener Kraft heraus Anstrengungen zu unternehmen, die zu verstärkten Produktivitätssteigerungen führen, um auf diesem Weg ihre Wettbewerbsnachteile zu verringern, ist fraglich. Denn diese Länder haben bereits, unter wesentlich besseren Umfeldbedingungen, die nach der

Einführung des Euro für sie sehr niedrigen Zinsen nicht zur Steigerung ihrer Produktivität genutzt.

Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass Deutschland momentan unter starkem internationalen Druck gerät, seine Spar- oder Konsolidierungspolitik sowie seine als zu restriktiv empfundene Lohnpolitik nicht zu übertreiben, sondern sich seiner gesamtwirtschaftlichen Bedeutung zumindest für den Euro-Währungsraum bewusst zu werden (vgl. Bosch, 2010: 571 f.). Denn als Folge der zurückhaltenden Lohnpolitik und der konsequenten Sparpolitik von Deutschland wird es den anderen Ländern der Euro-Zone noch schwerer oder fast unmöglich gemacht, ihre momentan bestehenden Wettbewerbsnachteile gegenüber Deutschland abzubauen.

Zwar ist der Grundgedanke an dieser Kritik durchaus nachvollziehbar, jedoch gehen die daran zum Teil geknüpften internationalen Forderungen, Deutschland möge über einen längeren Zeitraum Preisniveausteigerungen mit Werten von vier bis fünf Prozent zulassen, um zumindest den hinsichtlich ihrer Wettbewerbsfähigkeit benachteiligten Euro-Ländern den notwendigen Aufholprozess zu erleichtern, stabilitätspolitisch in eine gefährliche und grundsätzlich in die falsche Richtung. Gefährlich ist diese Richtung, weil damit die Inflation und ihre Folgen verharmlost werden und weil man suggeriert, es wäre möglich, die Inflation punktgenau zu beeinflussen oder nach oben zu begrenzen. Falsch ist diese Richtung aber insbesondere deshalb, weil damit, wie bisher, unterstellt wird, jedes Land könne durch Konzentration auf seine eigene, autonome Wirtschaftspolitik seine Wettbewerbsnachteile abbauen, wenn es nur versucht, sich an den wettbewerbsstarken Ländern zu orientieren und nach Möglichkeit deren Stabilitätsorientierung zu übertreffen. Da dies diesen Ländern immer schon möglich gewesen wäre und sie es dennoch nicht getan haben, bleibt unklar, wieso sie gerade nach einer Aufweichung des bisher noch existierenden Stabilitätsstandards dazu motiviert sein sollten.

Als eine mögliche Alternative zur gegenwärtigen Situation bietet sich deshalb nur an, dass es in der Euro-Zone zu einer stärkeren Koordination in der Lohnpolitik kommen muss, wenn man verhindern will, dass die Mitglieder der Euro-Zone hinsichtlich ihrer Wettbewerbsfähigkeit immer weiter auseinander driften. Das heißt, die als Folge der europäischen Schuldenkrise momentan bereits diskutierten und Gestalt annehmenden Koordinierungen in der Fiskalpolitik müssen unbedingt auch auf die Koordinierung der Lohnpolitik ausgedehnt werden. Letztlich gilt es, das Bewusstsein der Euro-Länder auf die schon im EG-Vertrag verankerten Prinzipien zu richten, nämlich ihre jeweilige Wirtschaftspolitik, also neben der bereits vereinheitlichten Geldpolitik auch die Fiskalpolitik und die Lohnpolitik, „...als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ (Art. 121 AEUV) zu betrachten.

Dies erfordert u.a. zwingend, von den bisher verfolgten nationalen Alleingängen in der Lohnpolitik abzurücken und so schnell wie möglich zu einer Koordinierung der Lohnpolitik überzugehen. Ein erster Schritt in diese Richtung wäre, dass sich die Länder darauf einigen, die Prinzipien einer produktivitätsorientierten Lohnpolitik zu beachten und umzusetzen. Dass der Lohnpolitik in einer Währungsunion, in der den

Ländern nominale Wechselkursänderungen als Anpassungsinstrument bei nationalen wirtschaftlichen Schwierigkeiten nicht mehr zur Verfügung stehen, eine besondere Rolle zukommt, wurde im Vorfeld der Schaffung der Europäischen Währungsunion immer wieder betont, daran gehalten hat man sich jedoch nicht. Als sichtbarer Beleg für das lohnpolitische Fehlverhalten in der Europäischen Währungsunion können die sehr unterschiedlichen Reallohnentwicklungen in den einzelnen Mitgliedsländern dienen. Neben den schon oben angesprochenen Rückgängen der Reallöhne pro Kopf in Deutschland im Zeitraum von 2000 bis 2008, streuten die durchschnittlichen Reallohnsteigerungen in diesem Zeitraum zwischen +2,9% in Österreich, +3,3% in Portugal und + 4,6% in Spanien am unteren Ende sowie +18,9% in Finnland, +30,3 in Irland und +39,6% in Griechenland am oberen Ende des Lohnsteigerungsspektrums. (vgl. Hans Böckler Stiftung, 2008: 1). Berücksichtigt man nun noch den durchschnittlichen Anstieg der Reallöhne in den bis 2008 noch 15 EWU-Ländern in Höhe von 13,6%, dann wird deutlich, dass in der Vergangenheit die nationalen Lohnpolitiken in den EWU-Ländern weder in Deutschland noch in den anderen Euro-Ländern auch nur annähernd nach dem Grundsatz eines gemeinsamen Interesses durchgeführt worden sind.

Sofern man also das mit den nationalen lohnpolitischen Alleingängen unmittelbar verbundene, starke Auseinanderdriften der Wettbewerbsfähigkeit der Euro-Länder nicht durch eine wesentlich stärkere Koordination der Lohnpolitik in den Griff bekommt, wird auch eine noch so starke Ausweitung der Rettungsschirme für die hochverschuldeten Euro-Länder auf Dauer keine Lösung sein. Die unterschiedlichen Entwicklungen der Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Euro-Länder dürften somit die eigentliche Herausforderung für den Zusammenhalt innerhalb der EWU sein, und es wird sich auf diesem Weg entscheiden, ob der Euro gefährdet ist.

5. Zusammenfassung

Zusammenfassend hat sich in den vorangehenden Ausführungen gezeigt, dass von einer Schwächung oder gar Gefährdung des Euro als Folge der griechischen oder europäischen Schuldenkrise bisher nicht gesprochen werden kann und sollte. Dazu geben weder die seit 1999 zu verzeichnenden Inflationsraten noch die bisherigen Wechselkursschwankungen, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, irgendeinen verwertbaren Hinweis. Zudem bietet der gesetzliche und institutionelle Rahmen hinreichende Vorkehrungen, dass auch eine stark steigende Staatsverschuldung nicht zu Inflation führen muss. Die eigentlichen Gefahren für den Euro und den Zusammenhalt des Euro-Währungsraumes liegen momentan in den nicht abgestimmten lohnpolitischen Alleingängen der Mitgliedsstaaten der Euro-Zone, wodurch die Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten immer weiter auseinanderdriftet. Deshalb wird es für den Fortbestand und die Weiterentwicklung der Euro-Zone entscheidend darauf ankommen, die Wirtschaftspolitik viel stärker als bisher als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse anzusehen und wesentlich stärker als bisher zu koordinieren.

Literaturverzeichnis

1. **Bosch, Gerhard** (2010): Wende in der Lohnpolitik?, in Wirtschaftsdienst, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 90.Jg., Heft 9, 2010, S. 570 -571.
2. **Deutsche Bundesbank** (1998) Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948, München 1998.
3. **Deutsche Bundesbank** (2010): Die deutsche Zahlungsbilanz 2009, in Monatsbericht März 2010, 62. Jg., Nr.3, Frankfurt am Main 2010, S. 17-32).
4. **Europäische Zentralbank** (2008): Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, Frankfurt am Main, November 2008.
5. **Europäische Zentralbank** (2010a): EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken, Pressemitteilung des EZB vom 10.Mai 2010.
6. **Europäische Zentralbank** (2010b): Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, in Monatsbericht Oktober 2010, S. 63-79.
7. **Europäische Zentralbank** (2011), Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 4. Februar 2011, Pressemitteilung vom 08,02,2011.
8. **Europäische Währungsinstiut (EWI)**, Jahresberichte, versch. Jahre 1994 bis 1997.
9. **FAZ** (2010): Kein Angriff auf den Euro, Gespräch mit George Soros, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 26.06.2010,<http://www.faz.net/s/Rub3ADB8A210E754E748F42960CC73349BDF/Doc-E510F4C>.Zugriff: 16.02.2011.
10. **Fisher, Adam** (2010): Deutschland sollte die D-Mark wieder einführen, in: Handelsblatt vom 25.06.2010, Nr. 98, S.40.
11. **Görgens, Egon; Ruckriegel, Karlheinz; Seitz, Franz** (2008): Europäische Geldpolitik. Theorie, Empirie, Praxis, 5., völlig neu bearbeitete Auflage, Stuttgart 2008.
12. **Hans Böckler Stiftung** (2008): Nur Deutschlands Reallöhne stagnieren, in: Böckler impuls, Nr. 14, 17.09.2008.
13. **Issing, Otmar** (2007):Einführung in die Geldtheorie, 14., wesentlich überarbeitete Auflage, München 2007.
14. **Köhler, Claus** (1990): Internationalökonomie. Ein System offener Volkswirtschaften, Berlin 1990.
15. **Meyer, Dirk** (2010): Stabilitätsgefahren für die EWU, in: Wirtschaftsdienst, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 90. Jg., Heft 12, 2010, S. 805-813.
16. **16 Merkel, Angela** (2010): Laudatio der Bundeskanzlerin der Bundesrepublik Deutschland, http://www.karlspreis.de/preistraeger/2010/laudatio_der_bundeskanzlerin.html, Zugriff: 16.02.2011.
17. **Mussel, Gerhard und Pätzold, Jürgen** (2008): Grundfragen der Wirtschaftspolitik, 7., überarbeitete und aktualisierte Auflage, München 2008.
18. **Neumann, Manfred J.M.** (1981): Inflation und Staatsverschuldung, in: Simmert, Diethard B. und Wagner, Kurt-Dieter (Hrsg.), Staatsverschuldung kontrovers, Schriftenreihe der Bundeszentrale für politische Bildung, Band 174, Bonn 1981, S. 89 -102.

19. **Neumann, Manfred J.M.** (1998): Geldwertstabilität: Bedrohung und Bewährung, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948, München 1998, S. 309-346.
20. **Simmert, Diedhard B. und Wagner, Kurt-Dieter** (Hrsg.): Staatsverschuldung kontrovers, Schriftenreihe der Bundeszentrale für politische Bildung, Band 174, Bonn 1981.
21. **Spiegel Online** (2010): Währungswette: Starinvestor Soros warnt vor Euro-Kollaps, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,702383,00.html> Zugriff: 23.06.2010.
22. **Sinn, Hans-Werner** (2010): Euro-Krise, in: ifo-Schnelldienst 10/2010, 68.Jg, 20.Mai 2010.
23. **Streit, Manfred** (2011): Quo vadis Euro?, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt), Heft 1, 40.Jg., Januar 2011, S.1.