

Stelter, Daniel; Sauernheimer, Karlhans; Engelen, Klaus C.

Article

Ist Deutschland der Eurogewinner?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Stelter, Daniel; Sauernheimer, Karlhans; Engelen, Klaus C. (2015) : Ist Deutschland der Eurogewinner?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 68, Iss. 09, pp. 3-15

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165585>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Hat die Einführung des Euro zu einer Verbesserung oder gar zu einer Verringerung des deutschen Wohlstands geführt? Diese Frage wird, sobald die Eurokrise neu entflammt, immer wieder kontrovers diskutiert. Hat die Einführung des Euro die Grundlage für Export- und Beschäftigungsboom geschaffen? Oder sind andere Länder größere Profiteure der Einheitswährung?

Zehn Gründe, warum die Deutschen nicht die Gewinner des Euros sind

Wann immer die deutsche Position in der Eurokrise diskutiert wird, darf der mahnende Hinweis – vor allem ausländischer Kommentatoren – nicht fehlen, dass die Deutschen doch die eigentlichen Profiteure des Euro seien. Die Einführung der Einheitswährung habe erst die Grundlage für Export- und Beschäftigungsboom gelegt. Nur so hätten die deutschen Unternehmen Marktanteile gewinnen und der Produktionssektor in den anderen Euroländern derart schrumpfen können. Demzufolge wäre es auch nur richtig, wenn wir uns nun besonders solidarisch zeigten und die Kosten für die Eurorettung tragen würden.

Stimmt das? Nimmt man die Perspektive des sprichwörtlichen »Manns auf der Straße« ein, kommt man zu einem ganz anderen Ergebnis. Zehn Argumente, warum der Euro – im Gegenteil – zu einer Verringerung des deutschen Wohlstandes und der langfristigen Wettbewerbsfähigkeit geführt hat:

1. Zu Zeiten der Mark stand die deutsche Wirtschaft unter konstantem Aufwertungsdruck. Die Währungen der Haupthandelspartner – der französi-

sche Franc, die italienische Lira, aber auch der US-Dollar – werteten in schöner Regelmäßigkeit gegenüber der Mark ab. In der Folge war die deutsche Wirtschaft gezwungen, immer produktiver zu werden. So wuchs die Produktivität (Arbeitsproduktivität pro Stunde) in den zehn Jahren vor der Euroeinführung (plus 20%) deutlich schneller als in der Zeit danach (plus 16%). Seit dem Jahr 2000 lag die Entwicklung der Produktivität hinter den Fortschritten z.B. der USA und Englands sowie einigen der heutigen europäischen Krisenländer wie Griechenland oder Irland.¹

Welche heilsame Wirkung eine starke Währung hat, kann man an der wirtschaftlichen Entwicklung der Schweiz sehen. Obwohl der Franken über Jahrzehnte kontinuierlich an Wert gewonnen hat, ist das Wohlstandsniveau und die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft weiter gestiegen. Problematisch sind Perioden rascher Aufwertung, wie im Zuge der aktuellen Krise zu beobachten. Dies sind aber vorübergehende Effekte, die an der langfristig positiven Wirkung nichts ändern.

2. In der Folge wuchs in Deutschland das BIP pro Kopf – der entscheidende Indikator für die Entwicklung des Wohlstands – ebenfalls langsamer als vor der Einführung des Euro. Lief die Entwicklung bis 2000 mit jährlich über 1,5% Wachstum noch deutlich besser als in der Schweiz (< 0,5% Wachstum pro Jahr) – wenn auch auf tieferem Niveau – so ist Deutschland in den zehn Jahren nach Einführung des Euro deutlich zurückgefallen (unter 1% pro Jahr Zunahme des BIP/Kopf, Schweiz: über 1%; vgl. OECD 2014). Wir haben uns mehr darauf konzentriert, billiger zu produzieren – statt bes-



Daniel Stelter*

* Dr. Daniel Stelter ist Makroökonom und Gründer des Diskussionsforums »Beyond the Obvious« (<http://think-beyondtheobvious.com/>). Von 1990 bis 2013 war Stelter Unternehmensberater bei der Boston Consulting Group (BCG), zuletzt als Senior Partner, Managing Director und Mitglied des BCG Executive Committee. Von 2003 bis 2011 verantwortete er weltweit das Geschäft der BCG-Praxisgruppe Corporate Development (Strategie und Corporate Finance). Als Autor wurde er mit dem getAbstract International Book Award 2010 ausgezeichnet. Im April 2013 erschien sein Buch »Die Billionen-Schuldenbombe« über die Schuldenkrise; im Mai 2014 »Die Krise – 77 Bilder zum Selberdenken und Mitreden«. Mit dem zuletzt erschienenen Buch »Die Schulden im 21. Jahrhundert« (Frankfurter Allgemeine Buch, ISBN 978-3-95601-077-4) lieferte er eine Replik auf Thomas Pikettys »Das Kapital im 21. Jahrhundert«.

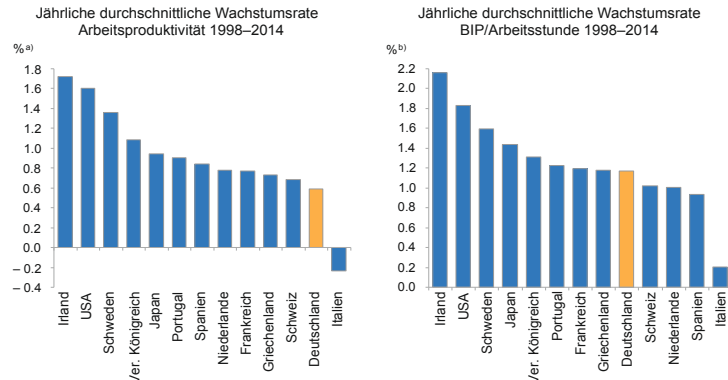
¹ »The Conference Board Total Economy Database™, January 2014, <http://www.conference-board.org/data/economydatabase/>«

ser. Dies wird nachhaltig die Entwicklung der deutschen Wirtschaft belasten.

3. Die deutschen Konsumenten haben bis zur Einführung des Euro von den Abwertungen der anderen Länder profitiert. Importierte Waren und Urlaube wurden billiger. Auch das hat sich seit dem Jahr 2000 geändert: Die Importe wurden teurer, und gleiches gilt für den Urlaub. Um weiterhin billig Urlaub machen zu können, musste man außerhalb des Euroraums reisen. Für die Konsumenten bedeutete dies einen Verlust an Kaufkraft und damit Realeinkommen.
4. In den ersten Jahren nach der Euroeinführung profitierten die anderen Länder von dem deutlich tieferen Zinsniveau, welches sie der von der Bundesbank auf die EZB übergegangenen Glaubwürdigkeit verdankten. Die Zinsen waren für die heutigen Krisenländer zu tief, was einen einmaligen, schuldenfinanzierten Boom auslöste. Für Deutschland, das damals auch an einer überhöhten Bewertung bei der Festlegung des Euro-Wechselkurses litt, waren sie jedoch zu hoch. Die EZB musste einen Mittelweg gehen, der – wie sich herausstellte – für alle Länder der falsche war. Die Rezession in Deutschland war deshalb tiefer und länger, als sie ohne den Euro gewesen wäre, und die Regierung war gezwungen, Ausgaben zu kürzen und die Arbeitsmarktreformen durchzuführen, die zu geringeren Löhnen in Deutschland führten. Das wiederum führte dazu, dass in der Summe die Einkommen der Durchschnittsbürger mehr als zehn Jahre lang stagnierten (vgl. DIW 2011). Deutschland war der kranke Mann Europas, während Spanien als Musterbeispiel für eine gute wirtschaftliche Entwicklung galt. Erst später wurde deutlich, dass es sich in Spanien nur um eine gigantische, schuldenfinanzierte Immobilienblase handelte.
5. Um die Wirtschaft wieder auf Trab zu bringen, setzte Deutschland auf die Wiedergewinnung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit über Kostensenkung statt Produktivitätsverbesserung. Die stagnierenden Löhne führten zu geringeren Steuereinnahmen, während die Exporte zulegten. Der Euro hat es Deutschland also nicht »erlaubt«, Handelsüberschüsse zu erzielen, sondern es geradezu »erzwungen«. Dass sich die Wirtschaft auf den Export konzentrierte, lag vor allem an der geringen Binnennachfrage.
6. Richtig ist: Die deutschen Unternehmen haben von dieser Lohnzurückhaltung und dem schuldenfinanzierten Boom in den anderen europäischen Ländern profitiert. Die Exporte boomten. Allerdings ist es wichtig, zwei andere Aspekte dieser Entwicklung zu beleuchten: A) Der Schulden- und Konsumboom in den heutigen Krisenländern führte zu einer Übernachfrage nach Gütern und Kapital, die per Definition nur aus dem Ausland befriedigt

Abb. 1

Deutschland: Geringes Produktivitätswachstum



a) OECD (2015), Labour productivity forecast (indicator). doi: 10.1787/cb12b189-en (Accessed on 13 April 2015).

b) OECD (2015), GDP per hour worked (indicator). doi: 10.1787/1439e590-en (Accessed on 13 April 2015).

Quelle: OECD.

werden konnte – egal von welchem. Dass es die deutschen Unternehmen waren, die davon überproportional profitierten, verdankten sie ihrer durch Kostensenkung gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit. B) Es waren die Eigentümer der exportorientierten Unternehmen, die am meisten von dieser Entwicklung profitierten. Bei den börsennotierten Unternehmen sind dies übrigens zu einem überwiegenden Teil ausländische Investoren. Nach einer aktuellen Studie der Beratungsgesellschaft E+Y ist in den vergangenen zehn Jahren der Anteil, den ausländische Investoren halten, sogar stetig gestiegen: Bei den 23 Unternehmen, deren Daten den Vergleich zulassen, stieg er von durchschnittlich 45% im Jahr 2005 auf 59% im Geschäftsjahr 2014. Mit 27% kann jede vierte Aktie Anlegern aus dem europäischen Ausland zugeordnet werden, jede fünfte Aktie (21%) befindet sich im Besitz von Anlegern aus Nordamerika (vgl. *Die Welt* 2015).

Auch die Beschäftigten der Exportunternehmen profitierten; sie hatten zwar stagnierende Löhne, dafür aber einen sicheren Arbeitsplatz. Was jedoch bei einer gesamthaften Rechnung zu beachten ist: Zugleich gingen auf den Binnenmarkt ausgerichtete Arbeitsplätze verloren.

7. Aufgrund der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung nach Einführung des Euro, der gedrückten Steuereinnahmen und der anhaltend hohen Kosten für Sozialleistungen und Aufbau Ost war die Politik gezwungen, die Staatsausgaben zu beschränken. Neben den bereits angesprochenen Reformen der Sozialsysteme waren es vor allem Kürzungen bei den erforderlichen Investitionen in Infrastruktur, Bildung und technischen Fortschritt. Die Investitionsquote des Staates liegt nunmehr seit Jahren deutlich unter den Abschreibungen (vgl. Bundesministerium der Finanzen 2014; DIHK 2014). In Folge ist die Infrastruktur in Deutschland in vielen Bereichen schlechter als in den heutigen Krisenstaaten, die im Zuge ihres Booms erhebliche Investitionen tätigten. Zugleich verstärkte diese Zurückhaltung des Staates die Nachfrageschwäche im Inland.

8. Die Schwäche der Binnennachfrage führte zu einem Ersparnisüberhang. Die Ersparnisse konnten nicht im vollen Umfang in Deutschland investiert werden. Dies führte zu einem enormen Kapitalexport in das Ausland (dem Spiegelbild des Handelsüberschusses). Teilweise als Direktinvestitionen, überwiegend jedoch als Kredit zur Finanzierung des Schuldenbooms in anderen Ländern. Wenig verwunderlich, dass deutsche Banken viel Geld im US-Immobilienmarkt verloren haben. Schon vor Jahren bezifferte das DIW die Verluste auf Auslandsinvestitionen auf mindestens 400 Mrd. Euro (vgl. DIW 2013). Als die Krise in Europa offensichtlich wurde, haben deutsche Banken ihr Geld aus den Krisenländern abgezogen. Dabei wurden sie entweder von öffentlichen Geldgebern abgelöst – Modell Griechenland – oder aber es erfolgte ein Ausgleich des Geldabflusses durch die Gewährung von Target-II-Krediten der Bundesbank. In der Summe wurden so die von privaten Banken gegebenen Kredite durch direkte und indirekte Kredite des deutschen Staates ersetzt. Das Risiko eines Zahlungsausfalls wird damit sozialisiert und trifft auch jene deutschen Steuerzahler, die von dem Exportboom der letzten Jahre nicht profitiert haben und bei Schuldenschnitten zu Lasten privater Geldgeber weniger stark betroffen gewesen wären.
9. Der Euro hat den weniger starken Volkswirtschaften Europas dabei geholfen, sich billig am Kapitalmarkt zu finanzieren. Der Schuldenberg der Euroländer ist seit Beginn der Krise ungebremst weiter gestiegen. Betrachtet man die Schulden von Staaten, privaten Haushalten und Nicht-Finanzunternehmen relativ zum Bruttoinlandsprodukt, so liegen die Schulden in allen Krisenländern deutlich höher als 2008: In Irland um 114% des BIP, in Griechenland 73%, Portugal 69%, Spanien 40%, Frankreich 35% und Italien 30%. Von Sparen kann folglich nicht die Rede sein.² Die Unternehmensberatung McKinsey hat derweil ausgerechnet, dass es völlig illusorisch ist, die Schulden relativ zum BIP zu stabilisieren, weil die dazu erforderlichen Wachstumsraten der Wirtschaft nicht realisierbar sind. Ceteris Paribus müsste der spanische Staat den Finanzierungssaldo um 4,9% des BIP verbessern, der portugiesische um 3,6%, der französische um 2,5% und der italienische um 1,9%. Werte, die völlig illusorisch sind (vgl. McKinsey, Global Institute 2015). Damit wird deutlich, dass selbst die vermeintliche Austeritätspolitik zu immer mehr Schulden führt. Ich schätze, dass in Europa mindestens 3 Billionen Euro privater und öffentlicher Schulden dauerhaft nicht mehr bedient werden können. Noch ist offen, auf welchem Weg dieser Verlust realisiert wird: durch Pleiten, eine geordnete Schuldenrestrukturierung oder eine Monetarisierung über die EZB-Bilanz. In jedem Fall wird die Hauptlast den deutschen Bürger treffen. Angesichts der Verteilungsschlüssel bei den europäischen Rettungsschirmen und am Eigenkapital der

EZB ist sicher, dass Deutschland als Hauptgläubiger einen großen Teil der Verluste tragen wird.

10. Auch von den Bemühungen der EZB, durch den großangelegten Ankauf von Staatsanleihen den Eurokurs zu drücken, die Kreditvergabe zu stimulieren, die befürchtete Deflation zu bekämpfen und damit am Ende Wachstum zu erzeugen, profitiert der Mann auf der Straße nicht.

Richtig ist: Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble hat nach Berechnungen des Instituts für Weltwirtschaft (IfW) in Kiel seit Krisenbeginn netto rund 60 Mrd. Euro an Zinszahlungen eingespart. Diese Verbesserung der Finanzlage hat jedoch nicht zu einer Entlastung der Steuerzahler geführt.

Richtig ist: Ein schwacher Euro hilft erneut der Exportindustrie. Doch für den Mann auf der Straße bedeutet er höhere Kosten durch steigende Importpreise und verringert den Effekt des fallenden Ölpreises.

Richtig ist: Die Vermögenspreise steigen. Doch das ist Umverteilung von unten nach oben. Während die Aktien und Immobilienpreise steigen, erhält der einfache Sparer keine Zinsen mehr. Die DZ Bank beziffert den Verlust auf 190 Mrd. Euro an Zinsen in den vergangenen fünf Jahren (vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung* 2015).

Für den Durchschnittsdeutschen stellt sich die Geschichte so dar: Die Einführung des Euro führte zu einer langen Phase geringen Wachstums, hoher Arbeitslosigkeit und Lohnstagnation. Die Tage der billigen Urlaube in Italien und Griechenland waren vorbei. Der Staat hat Ausgaben für Sozialleistungen und – viel schlimmer – Infrastruktur und Investitionen gekürzt. Die Wirtschaft musste sich auf den Export konzentrieren, weil die Binnennachfrage gedrückt war, und die Ersparnisse wurden dazu genutzt, Lieferantenkredite zu gewähren. Jetzt, wo diese Kredite nicht bezahlt werden können, müssen wiederum die deutschen Sparer und Steuerzahler für den Schaden aufkommen. Zu allem Überfluss werden sie auch noch von den anderen Ländern für vermeintlich fehlende Solidarität kritisiert.

Sind die Deutschen also wirklich die Hauptnutznießer des Euro? Wohl kaum! Ohne den Euro hätte es die Schuldenparty im Süden nicht gegeben, aber auch nicht die großen Exportüberschüsse. Dafür einen höheren Lebensstandard und bessere Infrastruktur in Deutschland.

Literatur

Bundesministerium der Finanzen (2014), »Investitionsschwäche in Deutschland?« Februar, verfügbar unter: <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2014/03/Inhalte/Kapitel-3-Analysen/3-3-investitionsschwaeche.html>.

Die Welt (2015), »Ein Großteil des Dax Gewinns geht ins Ausland«, 21. April.

DIHK (2014), »Schlaglicht Wirtschaftspolitik, Investitionsschwäche in Deutschland«, verfügbar unter: www.dihk.de/.../dihk-schlaglicht-investitionsschwaeche-2014.pdf.

² Quelle: Eurostat, EZB, Berechnungen des Autors.

DIW – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2011), »Reallöhne 2000–2010: Ein Jahrzehnt ohne Zuwachs«, *DIW Wochenbericht* (45).

DIW – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2013), »Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen – wie sind sie entstanden?«, *DIW Wochenbericht* (49).

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2015), »Deutsche Sparer verlieren 190 Milliarden Euro«, 9. April.

McKinsey Global Institute (2015), »Debt and (not much) deleveraging«, Februar, verfügbar unter: http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/debt_and_not_much_deleveraging/.

OECD (2014), »Gross domestic product per capita, constant prices«, *World Economic Outlook*, Oktober, Paris.



Karlhans Sauernheimer*

Ist Deutschland der Eurogewinner?

Die Fragestellung

Ob Deutschland vom Euro profitiert oder nicht – in diesem Sinne soll die gestellte Frage im Folgenden interpretiert werden – scheint für Eurobefürworter und Eurogegner leicht zu beantworten. Die Befürworter können darauf verweisen, dass Deutschland in den letzten acht Jahren schneller als die Eurozone (EZ) insgesamt wächst (1,0% statt 0,2%), eine niedrigere Arbeitslosigkeit hat (6,6% statt 9,9%), niedrigere Haushaltsdefizite aufweist (1,0% statt 3,6%) und sich komfortablerer Leistungsbilanzüberschüsse (6,5% statt 1,0%) erfreut (vgl. European Economy 2014). Danach wäre die Frage eindeutig zu bejahen. Die Gegner können auf die bereits eingegangenen (333 Mrd. Euro) oder potenziell wirksam werdenden (529 Mrd. Euro) Haftungsverpflichtungen aus den Rettungsprogrammen für überschuldete Eurostaaten verweisen (vgl. ifo Institut 2015) sowie das Risiko, dass diese Summen im Krisenfall großer Euroländer gewiss nicht ausreichen würden. Danach müsste die Frage verneint werden.

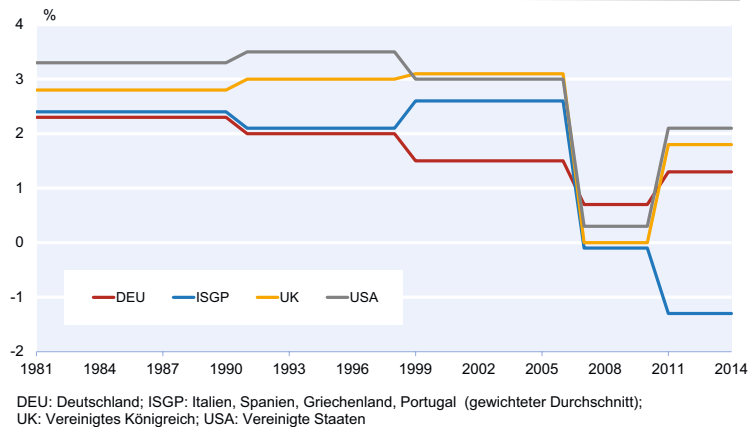
Eine einfache Antwort scheint es hier nicht zu geben. Dies gilt insbesondere auch deshalb, weil der Euro von Anfang an als ein primär politisch gewolltes, nicht ein ökonomisch sich zwingend rechnendes Projekt geplant war. Zudem ist der Euro eine Art Investitionsprojekt, über das man, weil bei Investitionen typischerweise anfängliche Verluste gegen spätere Gewinne aufgerechnet werden, nicht schon nach kurzer Zeit definitive Bewertungen abgeben kann. Hinzu kommt, dass niemand wissen kann, wie die Entwicklung ohne den Euro verlaufen wäre. Und schließlich ist bei der Bewertung ökonomischer Indikatoren nicht immer klar, ob sie sich infolge des Euro oder unabhängig vom Euro so entwickelt haben, wie sie sich entwickelt haben.

Dies voraus geschickt, lässt sich jedoch zu den ökonomischen Aspekten der Frage, und auf diese beschränken sich

* Prof. Dr. Karlhans Sauernheimer ist emeritierter Professor für Volkswirtschaftslehre an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz.

Abb. 1

Reales BIP-Wachstum 1981–2014 Periodendurchschnitte



Quelle: European Economy 2014.

die folgenden Ausführungen, einiges sagen. Im Mittelpunkt der Erörterungen werden die Ziele des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes stehen. Die Ziele, genauer ihr Erreichungsgrad, dienen als Indikatoren zur Beantwortung der gestellten Frage.

Vorgehensweise

Im Zeitvergleich wird zwischen einer Vor-Europhase und der Europhase unterschieden. Erstere wird weiter in die Perioden 1981–1990 und 1991–1998 unterschieden, um die spezifischen Belastungen Deutschlands aus der Wiedervereinigung nicht die gesamte Vor-Eurozeit überschatten zu lassen. Die Europhase wird in zwei Achtjahresperioden unterteilt. Die erste, 1999–2006, ist die »Honeymoon«-Phase sinkender Zinsen für Südeuropa, die zweite, 2007–2014, die Krisenzeit mit Finanz-, Konjunktur- und Eurokrise, wobei Entwicklungen am Arbeitsmarkt und bei den Rettungsprogrammen eine Unterteilung der letzten Periode in die Zeit 2007–2010 und 2011–2014 nahe legen. Für die jeweiligen Perioden sind Durchschnittswerte gebildet. Für die Eurozeit sind die Daten auch im Jahresvergleich verfügbar. Im Ländervergleich wird Deutschland zum einen mit den vier südeuropäischen Staaten Italien, Spanien, Griechenland und Portugal, kurz ISGP-Staaten verglichen – der EZ-Durchschnitt würde in den meisten Fällen dazwischen liegen – zum anderen mit dem europäischen Nicht-Eurostaat Großbritannien, UK, und den USA. (Die den Interpretationen zugrunde liegenden Daten stammen aus European Economy 2014 und IMF 2015 sowie eigenen (Durchschnittswert-)Berechnungen. Die Graphiken sind auf meiner Homepage

www.aussenwirtschaft.vwl.uni-mainz.de/80.php/Publikationen verfügbar.

Ergebnisse

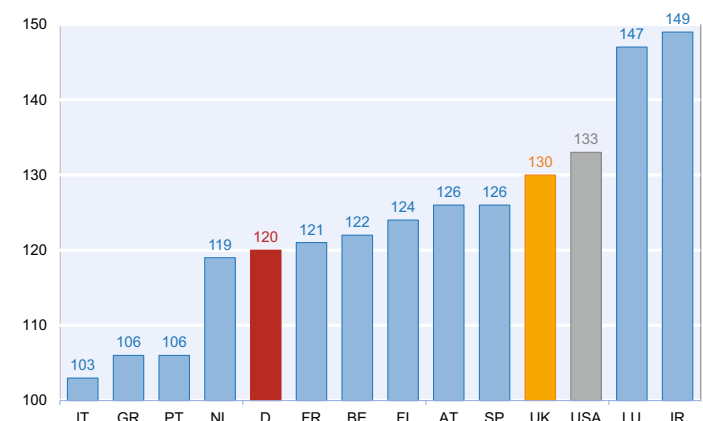
Wachstum: Abbildung 1 zeigt das reale Wachstum des BIP. Die Wachstumsraten liegen 1981–1998 für die ISGP-Staaten leicht, für UK und die USA deutlich über den Wachstumsraten in Deutschland. In der Eurozeit gehen die Wachstumsraten der Euroländer weit auseinander, in der ersten Phase zugunsten Deutschlands. Die Kapitalzuflüsse in den Süden vor der Krise, ihre Umkehr danach sowie als deren Folge ein einheitliches, für Deutschland zuerst zu hohes, dann zu niedriges Zins-

niveau begleiten diese Entwicklung. Die Sonderentwicklung der letzten vier Jahre mit dem Produktionseinbruch im Süden und der leichten Erholung in Deutschland mag der gerade in jüngster Zeit aufgekommenen These, Deutschland sei der Eurogewinner, von ökonomischer Seite her Nahrung gegeben haben. Von der politischen Seite her diene die These vornehmlich der Rechtfertigung der Rettungspakete.

Abbildung 2 informiert über das länderspezifische Wachstum in der Eurozeit. Deutschland rangiert auf Platz 8 der zwölf Anfangsmitglieder der Eurozone (Griechenland schon eingerechnet). Unter Einbeziehung von UK und den USA wird daraus Rang 10 von 14. Eurogewinner sehen so nicht aus. Etwa die gleiche, unterdurchschnittliche Platzierung weist Deutschland in der Vor-Eurozeit auf (vgl. Knoema 2015). Kein besseres Bild zeigt interessanterweise die Entwicklung der Pro-Kopf-Produktion und der Arbeitsproduktivität (vgl. OECD 2013). Danach belegt Deutschland zwar in der Vor-Eurozeit bei der Pro-Kopf-Produktion Rang 6, bei der Arbeitsproduk-

Abb. 2

Wachstum 1999–2014 1999 = 100



Quelle: National Currency Data, Economy Watch, aufgerufen am 28. April 2015.

tivität Rang 5 von zehn Euroländern. In der Eurozeit rutscht es bei beiden Kriterien aber auf Rang 7 ab.

Zusammenfassend kann man sagen, dass hinsichtlich des Indikators »Wachstum« Deutschland gewiss kein Eurogewinner ist.

Arbeitslosigkeit: Die Arbeitslosquote ALQ folgt lange der Produktionsentwicklung der Abbildung 1. Sie steigt in Deutschland mit den sinkenden Wachstumsraten bis 2006 ständig an. Danach, 2007–2014, sinken die Wachstumsraten weiter, die ALQ sinkt jetzt jedoch und geht erstmals seit den 1970er Jahren nennenswert und dauerhaft zurück (von 11,3% 2005 auf 5,1% 2014). Hier spielen offenbar die Hartz-Reformen des Arbeitsmarktes eine entscheidende Rolle. In den ISGP-Staaten determiniert das Wachstum dagegen vollständig die Beschäftigung: Mit dem Euroeintritt sinkt die ALQ von vorher ca. 12,4% auf 9,5%, um mit dem Produktionseinbruch der Krisenjahre auf dramatische 17,0% in der Periode 2011–2014 anzusteigen. Die Scherenentwicklung am Arbeitsmarkt trägt zweifellos zu der Vorstellung bei, Deutschland sei der Eurogewinner, darf aber nicht überdecken, dass jedes Euroland, wie gerade das Beispiel Deutschland zeigt, für seine Arbeitsmarktsituation in erheblichem Maße selbst verantwortlich ist.

Leistungsbilanz: Deutschland weist in der Vor-Eurozeit 1981–1990 einen Leistungsbilanzüberschuss LBÜ von ca. 2% am BIP auf. Die daraus resultierenden Nettoauslandsforderungen wurden im folgenden Jahrzehnt dazu genutzt, den mit der Deutschen Einheit entstehenden Importbedarf und das daraus resultierende Leistungsbilanzdefizit LBD zu finanzieren. Danach, in der ersten Phase der Eurozeit, kehrten die LBÜ in der früheren Größenordnung zunächst zurück. Ab 2004 liegen sie jedoch beständig über 4%, ab 2006 beständig über 5%, ab 2011 beständig über 6%. Die ISGP-Staaten weisen dagegen durchgehend Defizite auf, 1,4% im Durchschnitt der 18 Jahre vor dem Euro, 3,2% in den 16 Eurojahren.

Sind solche Leistungsbilanzsalden aber überhaupt relevant für die Frage, ob Deutschland vom Euro profitiert oder nicht? In einer verzerrungsfreien Welt gewiss nicht. In der Welt, in der wir leben, mit verzerrten Preisen und mehr oder weniger mächtigen Interessengruppen aber sehr wohl. Profitiert also unter solchen, verzerrten Bedingungen Deutschland insoweit vom Euro, als er ihm hohe Exportüberschüsse ermöglicht? Diese Frage ist zu verneinen. Warum? Hohe Exportquoten implizieren bei gegebener Sparquote geringe Investitionsquoten. Exporte und Investitionen stehen insoweit in einer Verwendungskonkurrenz des Sozialproduktes. Auf dieser Erkenntnis basieren z.B. auch alle Two-Gap-Modelle der Entwicklungstheorie. Unter marktwirtschaftlichen Bedingungen wird die optimale Allokation der volkswirtschaftlichen Vermögensbildung auf Inlands- und Auslandsvermö-

gen, also der Allokation der Ersparnisse auf Investitionen und LBÜ, von den Erträgen und Risiken der beiden Anlageformen bestimmt. Da die Marktpreise jedoch politisch verzerrt sind, kommt es aus deutscher Sicht zu zu hohen Exporten.

Das Problem der Leistungsbilanzüberschüsse

Gesamtwirtschaftlich können LBÜ auf verschiedene Weisen wohlfahrtsmindernd wirken.

Die Sozialisierung der Risiken von Forderungen gegen die vom Zahlungsausfall bedrohten südlichen Euroländer wirkt wie eine Zinssubvention und lenkt Kapital in den Süden. Dies führt dort zu zu hoher Güternachfrage – zu hoch natürlich nur relativ zur (geringen) Höhe der Produktion – und daher zu marktwidrig hohen LBD dort, LBÜ hier.

Ferner konnten die in der Frühphase der Währungsunion gewachsenen LBDe der südeuropäischen Länder nicht mehr durch eine Abwertung ihrer Währung, sondern nur noch durch eine Reduktion ihrer Löhne beseitigt werden. Dies dauert lange und verursacht hohe soziale Kosten. Während dessen ist die deutsche Arbeit unter, die südeuropäische Arbeit überbewertet und eine marktkonforme Korrektur der LBD unterbleibt.

Als Folge dieser Unterbewertung muss Deutschland zu viele Exportgüter für eine gegebene Menge an Importgütern hergeben. Hinzu kommt, dass ein großer Teil der aus dem Exportüberschuss resultierenden Forderungen uneinbringlich sein dürfte. Insgesamt bedeutet dies, dass Deutschland einen Teil seiner Exportgüter verschenkt. In Analogie zu Bhagwatis »Immiserizing Growth« (Bhagwati 1958) könnte man hier von »Immiserizing Exports« sprechen.

Mit der Mitgliedschaft in der Eurozone ist Deutschland Mitgliedsland einer Schwachwährungszone – jedenfalls im Vergleich zur DM-Zone – geworden. Der Euro ist gegenüber Drittländerswährungen schwächer, als die DM es allein wäre. Folglich resultieren hohe Leistungsbilanzüberschüsse auch gegenüber Drittstaaten. Da die Leistungsbilanz der Eurozone nur geringe Salden aufweist, stehen den Exportüberschüssen Deutschlands Importüberschüsse anderer Eurostaaten entgegen. Deutschland erwirbt so, statt wie früher Nettoauslandsforderungen gegenüber dem Leitwährungsland USA, Target-Forderungen gegenüber Griechenland.

Das Schwachwährungsargument hat eine weitere, dynamische Facette: Wenn Exporterfolge durch eine schwache Währung leicht werden, schwindet der Innovationsdruck. In Deutschland haben, nach Meinung vieler, die ständigen Aufwertungen wie eine »Rationalisierungspeitsche« gewirkt und die Produktivität nach oben getrieben. Dies entfällt nun.

All dies bedeutet, dass die Auslandskapitalbildung durch Exportüberschüsse euroverzerrt zu hoch, die Inlandskapitalbildung durch Investitionen euroverzerrt zu niedrig und insoweit wohlfahrtsmindernd ist.

Der Euro hat nicht nur zweifelhafte gesamtwirtschaftliche Wohlfahrtseffekte, sondern darüber hinaus bedenkliche binnenwirtschaftliche Umverteilungseffekte:

Vom Euro profitiert in Deutschland die Exportwirtschaft, die Eigentümer der exportierenden Unternehmen sowie die dort Beschäftigten. Die Verlierer sind die importierenden Inländer, Konsumenten, Produzenten und Arbeitnehmer, die alle höhere Importpreise zahlen müssen als bei marktgerechten realen Wechselkursen.

Eine zweite Umverteilungsschiene läuft von den Beschäftigten zu den Kapitalbesitzern. Die zu hohen Exporte/zugeringen Investitionen kommen einem Kapitalexport gleich. Der Kapitalstock ist damit im Inland geringer, die Arbeitsnachfrage zu seiner Beschäftigung geht zurück. Die Reallöhne oder die Beschäftigung werden sinken, die Kapitalrenditen steigen.

Eine dritte Umverteilungsschiene des Euro ist die zwischen Staat und Privatsektor, genauer zwischen dem Schuldner Staat und den Gläubigern Private Haushalte. Die Geldschwemme der EZB zum Zweck der Belebung der Nachfrage in Südeuropa und der billigen Refinanzierung von Banken und Staaten, alles zur Rettung des Euro, hat das Nominalzinsniveau erheblich reduziert. Hinzu kommt die Finanzflucht aus Südeuropa in den »Safe Haven« Deutsche Staatsanleihen. Der Bundesfinanzminister ist der Zinsgewinner, der deutsche Sparer der Zinsverlierer.

In all diesen Fällen ist nicht »Deutschland« Eurogewinner, sondern einige Deutsche gewinnen, andere Deutsche verlieren. Nicht selten gelingt es aber den gut organisierten Gewinnern, den Eindruck zu erwecken, nicht sie, sondern Deutschland gewönne.

Abschließend: Ist Deutschland Eurogewinner? Ohne auf die Höhe und Risikoträchtigkeit der in der Eurokrise gewährten Kredite und Haftungsübernahmen einzugehen, die alle in Richtung auf eine Verneinung der Frage zielen, wurde hier geprüft, inwieweit gängige Argumente der Befürworter tragfähig sind. Weder aus der Entwicklung des Wachstums, noch aus dem der Arbeitslosigkeit noch aus dem der öffentlichen Haushalte und erst recht nicht aus dem der Exporte und Exportüberschüsse lassen sich Hinweise für eine Gewinnersituation Deutschlands ableiten.

Das heißt nun allerdings nicht, dass Deutschland nicht vom Euro profitieren könnte. Fehlentwicklungen aus der – allerdings bis heute noch nachwirkenden – Einführungsphase

werden abnehmen. Langfristige positive Integrationswirkungen sind sehr wahrscheinlich. Wenn die Nationalstaaten des 19. Jahrhunderts zu eigenen Währungen in bitieren, lebensbedrohenden und damit Identität stiftenden Gemeinschaftserlebnissen fanden und wir solchen »Kitt« für den Euro zu Recht nicht haben wollen, bleibt nur die Entwicklung von Gemeinschaftsbewusstsein in ökonomischen Krisen und ihren Bewältigungen. Das dauert lange und ist mit z.T. schmerzlichen Anpassungszwängen an die Gewohnheiten anderer Völker verbunden. Gibt es dazu wirklich Alternativen?

Literatur

- Bhagwati, J. (1958), »Immiserizing Growth: A Geometrical Note«, *The Review of Economic Studies* 25.
- CESifo (2015), *The EEAG Report on the European Economy*, sowie frühere Jahrgänge, München.
- European Commission (2014), *European Economy, Statistical Annex*, Brüssel.
- Economy Watch (2015), National Currency Data, 28. April.
- ifo Institut (2015), »Der Haftungspegel«, 10. April, München.
- IMF (2015), *World Economic Outlook*, Washington.
- Knoema.com (2015), gdp-statistics-from-the-world-bank, 28. April.
- OECD (2013), *Main Economic Indicators, Productivity Statistics*, Paris.
- Sauernheimer, K. (2013), »Current Account Imbalances in the Eurozone: Causes, Remedies and the Role of the ECB«, in: R. Kumar, D. Daianu, G. Basevi und C. D'Adda, (Hrsg.), *The Eurozone Crisis and the Future of Europe*, Palgrave Macmillan, London, New York.
- Sinn, H.W. (2014), *Gefangen im Euro*, Redline Verlag, München.
- Stelter, D. (2015), »Germany as the Euro's Real Loser: 10 Reasons«, *The Globalist*, 20. März.



Klaus C. Engelen*

Eurokrise: Warum Deutschland zu den Verlierern der Eurokrise zählt

Kurz vor Mitternacht am 13. Juli 2013, auf Beschluss der CDU/CSU-Fraktion ohne namentliche Abstimmung, und mit lediglich 45 Minuten Debatte, verabschiedete der Deutsche Bundestag mit großer Mehrheit das »Gesetz zum Vorschlag für eine Verordnung des Rates zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht der Kreditinstitute auf die Europäische Zentralbank« (Drucksache 17/12470).

Im Europaparlament ordnete die Britin Sharon Bowles, damals Vorsitzende des Wirtschafts- und Währungsausschusses, die durch dieses Gesetz ermöglichte Ermächtigung der Europäischen Zentralbank (EZB) zum Bankenaufseher für die Eurozone durch den »Single Supervisory Mechanism« (SSM) wie folgt ein: Als »größten Verlust an Souveränität seit der Einführung des Euro für jene Länder, die an der Europäischen Bankenunion teilnehmen«. Dass in den vorangegangenen Anhörungen im Deutschen Bundestag praktisch nahezu die gesamten geladenen Experten aus dem akademischen Raum, den Verbänden der Kreditwirtschaft, selbst der Bundesbank, die *fehlende Rechtsgrundlage für den SSM* monierten, wurde von den Regierenden und Gesetzgebern ignoriert.

Man stelle sich vor, der Kongress in den USA oder das britische Parlament würden auf diese Weise für immer die Kontrolle über große Teile des eigenen Finanzsektors – also Wall Street und die Londoner City – auf eine supranationale Institution übergeben und sich für kommende Generationen einer solchen Fremdbestimmung unterwerfen? In solchen gefestigten Demokratien wie den Vereinigten Staaten und Großbritannien wäre ein solcher Souveränitätsverzicht – mit dem Risiko der permanenten Fremdbestimmung durch Interessen und Seilschaften anderer Mitgliedsländer in einer Bankenunion – undenkbar. Nicht nur die Finanzindustrie, auch die politischen Eliten, erst recht die breite Bevölkerung, würden revoltieren.

* Dr. Klaus C. Engelen ist Wirtschaftsjournalist.

Mit dem Ruf der politischen Eliten nach mehr »europäischer Solidarität« und dem großen Wort der deutschen Bundeskanzlerin »fällt der Euro, fällt Europa« werden im Europa dieser Tage nationale Souveränitätsverzicht zu Lasten künftiger Generationen, wie es scheint, nicht mehr so ernst genommen.

Die politischen Führer in Euroland suchen seit Ausbruch der Banken- und Euroturbulenzen im weiteren Ausbau europäischer Institutionen und in der weiteren Verlagerung von Zuständigkeiten auf die supranationale Ebene den Ausweg aus der Krise. Unter den Pressionen hoher Staatsverschuldung, hoher Arbeitslosigkeit und wirtschaftlicher Stagnation scheinen Souveränitätsverzicht kein Problem zu sein. Und zwar so lange, wie man den Wählern daheim unter dem Schlagwort mehr europäische Solidarität über Verteilungsinstrumente wie Rettungsfonds, Eurobonds oder Bankenunion größere Zugriffsrechte auf zahlungskräftige Mitgliedstaaten wie Deutschland zusichern kann.

Die Frage, ob Deutschland Gewinner oder Verlierer der Eurokrise ist, muss vor dem Hintergrund einer Krisenpolitik der Selbstaufgabe nationaler Handlungsspielräume durch Übertragung von Zuständigkeiten auf die europäische Ebene beantwortet werden. Dabei darf aus deutscher Sicht nicht übersehen werden: Über die ersten Jahre nach Ausbruch der Eurokrise im Frühjahr 2010 mit der drohenden Insolvenz Griechenlands und den sich auf andere hochverschuldete Euroländer ausbreitenden Ansteckungsgefahren setzten die Club-Med-Länder zunächst darauf, die angeschlagene Währungsunion über die schnelle Auflage von Eurobonds zu einer Haftungsunion mit Deutschland als finanzstarkem Zahlmeister umzubauen. Nachdem sich die deutsche Kanzlerin Angela Merkel jedoch gegen die Ausgabe von Eurobonds festlegte, setzten die Club-Med-Führer auf dem EU-Gipfel vom Juni 2012 in einem historischen Erpressungsmanöver gegen Deutschland einen überhasteten Aufbruch zur Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB als erstem Schritt in eine Bankenunion durch, die auch eine Europäische Bankenabwicklung und eine Europäische Einlagensicherung umfassen soll.

An dieser Stelle muss daran erinnert werden, dass Europas Staats- und Regierungschefs mit der Entscheidung, der EZB die Bankenaufsicht für das Eurowährungsgebiet zu übertragen, gegen die ausdrücklichen Empfehlungen jener Expertengruppe agierten, die der Europäische Rat und die EU-Kommission unter dem früheren Chef der Banque de France und des Währungsfonds, Jacques de Larosiere, eingesetzt hatte und die am 28. Februar 2009 ihren Bericht zu den Lehren aus der Bankenkrise und zur Reform der europäischen Finanzmarktaufsicht vorlegten.

Jene »de Larosiere Grupp« warnte ausdrücklich davor, dass die EZB auf der Mikroebene der Bankenaufsicht tätig wird.

»Die EZB ist in erster Linie für die Erhaltung der Geldstabilität zuständig. Würden ihr darüber hinaus noch Aufgaben auf Mikroebene übertragen, könnte sich dies auf ihr eigentliches Mandat auswirken. Bei einer Krise wird die Aufsichtsbehörde aufgrund der Tatsache, dass unter Umständen Steuergelder benötigt werden, in ständigem Kontakt mit den Finanzgebern (in der Regel den Finanzministerien) stehen. Dies könnte politischen Druck und Einmischung nach sich ziehen und so die Unabhängigkeit der EZB gefährden. Eine Einbeziehung der EZB in die Aufsicht auf Mikroebene wäre extrem komplex, weil die EZB im Falle einer Krise mit einer Vielzahl mitgliedstaatlicher Finanzministerien und Aufsichtsbehörden in Kontakt stehen müsste. Da einige EZB-/ESZB-Mitglieder über keinerlei Fachkompetenz im Bereich der Aufsicht verfügen, wäre es extrem schwierig, die EZB mit mikroprudentiellen Aufgaben zu betrauen. Würden der EZB/dem Eurosystem, das nicht für die Geldpolitik der einzelnen EU-Staaten zuständig ist, die genannten Aufgaben übertragen, würde die Notwendigkeit eines umfassenden, integrierten Aufsichtssystems damit außer Acht gelassen. Und schließlich besitzt die EZB laut EG-Vertrag keine Zuständigkeit für Versicherungsgesellschaften. In einem Finanzsektor, in dem Bank- und Versicherungsgeschäfte sehr ähnliche wirtschaftliche Auswirkungen haben können, würde eine Beaufsichtigung auf Mikroebene, bei der Versicherungstätigkeiten ausgeklammert werden müssen, aber die große Gefahr einer fragmentierten Aufsicht bergen. Aus all diesen Gründen ist die Gruppe der Auffassung, dass die EZB nicht mit der Beaufsichtigung von Einzelunternehmen betraut werden sollte. Demgegenüber sollte sie aber den Auftrag erhalten, in der EU eine angemessene Systemaufsicht sicherzustellen«

Wer heutzutage in Deutschland den überstürzten Aufbau der Bankenunion, die sich türmenden Risiken der Eurorettung durch die Kapitalausstattung der Rettungsfonds, die damit verbundene Garantie- und Kreditgewährung, die Target-Salden im Eurosystem, die Verletzung der in den EU-Verträgen verankerten »No-Bailout«-Klausel und die Mandatsüberschreitung der Europäischen Zentralbank (EZB) zur verdeckten Staatsfinanzierung hochverschuldeter Euroländer thematisiert, kann leicht aus dem Rahmen der geltenden »political correctness« fallen. Jene Professoren, die in Gutachten die fehlende Rechtsgrundlage des SSM kritisieren, aber auch jene, die in verschiedenen Verfassungsklagen gegen die Mandatsüberschreitungen der EZB vorgehen, konnten die Umfunktionierung der Europäischen Zentralbank zum dominierenden *Rettungs- und Umverteilungsmechanismus* in der nunmehr seit einem halben Jahrzehnt schwelenden Euro Staatsschuldenkrise nicht verhindern. Derweil feiern die in Berlin Regierenden die »schwarze Null« in den Staatsfinanzen, die nicht zuletzt auch auf die Einsparungen durch extrem niedrige und negative Zinsen zurückzuführen ist. Sollten die tatsächlichen Risiken aus der Eurozone durchschlagen, wäre die schwarze Null schnell wieder tiefrot.

Dass die deutschen und französischen Regierungschefs (wie bei der Bankenkrise von 2007/2008 und dem späteren Lehman-Brothers-Schock) auch bei der mit der drohenden Insolvenz Griechenlands hereinbrechenden Krise am Euroanleihemarkt zunächst auf einen vollen Bailout der hochexponierten Banken und privaten Investoren setzten, hat die Stabilisierung der Eurozone nicht befördert. In Griechenland und anderen Problemländern sind die Lasten der Staatsverschuldung noch weiter eskaliert. Wie nun vom IWF bestätigt, muss im Fall Griechenland nach fünf Jahren der Rettungsanstrengungen die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung – eine Voraussetzung für weitere IWF-Kredite – als nicht mehr gegeben angesehen werden.

Sowohl die europäische Währungsunion als auch die Bankenunion sind politische Projekte, in denen große Länder wie Deutschland wesentlich stärker an Souveränität verlieren als kleine Länder. Die Balance of Power wird schon dadurch zugunsten kleiner Länder erheblich verschoben, da wichtige Positionen aus vermeintlichen Neutralitätsgründen häufig bzw. zumindest überproportional mit Vertretern aus kleinen Ländern besetzt werden. Dass Deutschland als mit Abstand größte Wirtschaftsmacht Europas einem Entscheidungsverfahren im Gouverneursrat der EZB zustimmte, nach dem die Bundesbank wegen der hohen Zahl der Mitgliedsländer zeitweise aus den EZB-Abstimmungen ausgeschlossen ist, wird international als aberwitzig betrachtet.

Wenn auch das Nachrichtenmagazin *Der Spiegel* neulich mit dem Titel »The German Übermacht – Wie Europäer auf die Deutschen blicken« die deutsche Schlüsselrolle in der Eurorettung in den Himmel hob, hat Deutschland in Europa nicht die politische Rolle, die seinem wirtschaftlichen Gewicht und seiner Bevölkerung entspräche. Der Einfluss Deutschlands gründet sich primär auf dessen wirtschaftlichen Erfolg. Wenn dieser im Zuge einer Rezession oder Krise geringer wird, ist ein weiterer Bedeutungsverlust zu erwarten. Deutschland wirtschaftlich zu schwächen – auch durch die Vergemeinschaftung der Schulden – wird von den politischen Eliten in den meisten anderen Ländern der Eurozone als hilfreich für den Abbau der hohen deutschen Überschüsse betrachtet.

Deutsche Sparer fühlen sich demgegenüber durch die Nullzinspolitik der EZB als Verlierer in einer gemeinsamen Währung, die zur Rettung südlicher Banken auch die Enteignung einer Sparernation wie Deutschland organisiert. Die Warnung des IWF zur drohenden Krise der deutschen Versicherungswirtschaft passt da ins Bild. Auch die jüngste Einsicht von Finanzminister Wolfgang Schäuble, dass Nullzinsen oder gar negative Zinsen auf längere Sicht die Demokratie gefährden, weist in diese Richtung.

Dass es in Deutschland *keine systematische Vorbereitung bzw. Personalpolitik* für das immer stärker sich integrierende

Europa gibt, um sofort eine Auswahl von Kandidaten für den Einsatz in europäischen und internationalen Organisationen und Gremien vorzuhalten, reduziert den politischen Einfluss weiter. Strategische Kurzichtigkeit im Krisenmanagement charakterisiert die von Kanzlerin Merkel geführten Regierungskoalitionen, wobei die beiden großen Parteien – die CDU/CSU und die Sozialdemokraten – auch in der Legislative als Strategen und Kontrolleure der kostspieligen Eurorettung zum Schutz deutscher Steuerzahler kläglich versagten.

Durch sein – gemessen am Bundeshaushalt – enormes finanzielles Obligo gegenüber der Eurozone, insbesondere Griechenland, wird der wirtschaftliche Riese Deutschland bis zu einer hohen Toleranzschwelle erpressbar, zumal wenn jüngst sogar Reparationsforderungen aus WWII ins Spiel gebracht werden. Der Austritt eines Landes aus der Eurozone würde vermutlich zu einem wesentlichen Teil mit der von Deutschland propagierten Austeritätspolitik begründet. Für die Folgewirkungen wie Instabilitäten und weitere Rückschläge für den Zusammenhalt in der Eurozone und Europas, etwa den Austritt Griechenlands aus dem Euro, würde Deutschland verantwortlich gemacht.

Wirtschaftlich, aber vor allem politisch betrachtet, wäre es für Deutschland wohl besser gewesen, höhere Leistungen der Solidarität an Partnern in der Eurozone in Form von Zuschüssen, Garantien, oder Akzeptanz von (wie auch immer ausgestalteten) Eurobonds anzubieten, statt völlig übereilt die tiefgreifenden institutionellen Reformen zur Bankenunion zu akzeptieren.

Die Realität ist jedoch: Auch von deutscher Seite wurde unter plötzlicher Abkehr von lange vertretenen Positionen gegen heftige Widerstände mit der Entscheidung für die Bankenunion auf der europäischen Ebene ein neues Governance-System akzeptiert, bei dem noch ungewiss ist, ob es gegenüber dem bestehenden national geprägten Aufsichts-, Abwicklungs- und Einlagensicherungssystem Verbesserungen für alle Beteiligten bringt. Vor allem, ob es letztlich die Lasten für die Steuerzahler noch weiter eskalieren lässt oder ob es – etwa dadurch, dass Banken und Gläubiger stärker in die Pflicht genommen werden – die Lasten für die Steuerzahler vermindert. Kriterien der Governance sind das Maß an Unabhängigkeit, die Transparenz, die Checks and Balances, die Anlehnung an die Geldpolitik und die Legitimität politischer Entscheidungen. Dahinter steht die bange Frage aus deutscher Sicht: Werden die von der Stimmenzahl in den Entscheidungsgremien her dominierenden Vertreter der hochverschuldeten, wachstumsschwachen Mitgliedsländer auch über die europäische Bankenaufsicht die Banken der wenigen wirtschaftsstarken Geberländer stärker an die Kandare nehmen? Werden sie versuchen, das sich in den Finanzturbulenzen durch einen starken Genossenschafts- und Sparkassensektor als stabil erwiesene deutsche Bankensystem in den Strukturen zu schwächen?

Seit der SSM seine Arbeit aufgenommen hat, bekommen die deutschen Banken die Machtfülle der neuen europäischen Aufseher und Regulierer zu spüren. Wer beaufsichtigt und kontrolliert wen? Wer steht hinter wichtigen Aufsichts- und Regulierungsentscheidungen?

Begründet wurde der Schritt zur Bankenunion von der Politik mit dem Versagen nationaler Aufsichts- und Kontrollsysteme, die nicht nur in den Bankensystemen hoch verschuldeter Südstaaten, sondern auch in den Bankensystemen von Kernländern der Währungsunion wie Deutschland zu hohen Verlusten führten. Dass es in den meisten Euroländern die Politik war, die nationale Bankenaufsicht an einer unabhängigen und sachgerechten Ausführung ihrer Kontrollarbeit hinderten, kann auch am deutschen Beispiel der letzten Bankenkrise verdeutlicht werden.

Fakt ist: Mit dem SSM werden nach der Währungsunion auf einem weiteren zentralen Feld erhebliche Souveränitätsverzicht geleistet, insbesondere im Bereich der Aufsicht und der Abwicklung von Instituten (SRM). Einerseits ist die Einbindung der Banken bei der Finanzierung des Abwicklungsfonds auch von deutscher Seite zu begrüßen: Die Banken müssen unter neuen EU-Gesetzen über acht Jahre einen vergemeinschafteten Rettungsfonds in Höhe von 55 Mrd. Euro durch eigene Beiträge aufbauen und würden dadurch die Steuerzahler in der Eurozone entlasten. Doch können über dieses neue zunächst privatwirtschaftlich finanzierte Vergemeinschaftungsvehikel künftig erhebliche Haftungsrisiken nicht ausgeschlossen werden. Ein solcher Gemeinschaftsfonds könnte in künftigen systemischen Krisen eine Eigendynamik in Richtung einer noch größeren Haftungsgemeinschaft bei der Abwicklung maroder Banken in der Eurozone entwickeln.

Damit bleibt: Die Handlungsspielräume von Deutschland im Bereich der Finanzmarktregulierung, -aufsicht und Abwicklung von Instituten sind hinsichtlich der systemischen Banken (significant institutions) nun vollständig auf die europäische Ebene übertragen. Für die übrigen Banken (less significant institutions) gibt die EZB den nationalen Aufsehern (NCAs: national competent authorities) über Leitlinien 80% ihrer Arbeit vor. Im Ergebnis hat Deutschland damit nicht nur die größten Teile der Hilfspakete in Europa finanziert, sondern auch im Verhältnis zum Status quo zuvor den größten Souveränitätsverzicht erbracht. Damit werden auf Generationen hinaus die Handlungsspielräume künftiger deutscher Regierungen in der Steuerung ihres Finanzsektors immer enger und die über die EU-Ebene neu geschaffenen Abhängigkeiten von den kollektiven Entscheidungen in neuen Seilschaften und damit den Interessen wettbewerbsschwacher Schuldnerländer immer größer.

An den Beispielen Zypern und Griechenland zeigt sich: Auch von einem Funktionieren des neuen europäischen Go-

vernance-Systems mit der Europäischen Zentralbank in der Schlüsselrolle kann keine Rede sei (zum Fall Zypern vgl. Engelen 2013). Im Fall Griechenland erfüllt die EZB in ihrer Funktion als Bankenaufseher in keiner Weise die Regulativfunktion, die ihr zugeordnet ist. Besonders bei den Rettungsversuchen für Griechenland werden die schweren Interessenkonflikte deutlich, welche die Europäische Zentralbank durch Übernahme der Aufsichtsfunktion internalisiert hat. Bankenaufsicht und Geldpolitik/Krisenpolitik sind keineswegs durch »chinese walls« getrennt. Die Bankenaufsicht ordnet sich der Krisenpolitik der Regierungen in Europa und der EZB als monetäre Institution der Eurozone unter. Eine von politischen Interessen unabhängige Bankenaufsicht, wie sie als wesentliche Begründung für den SSM angeführt wurde, existiert nicht. Die EZB nimmt beim ersten großen Fall, nämlich Griechenland, ihre neue Aufgabe als unabhängiger Bankenaufseher nur teilweise wahr, und zwar in einer Weise, die den meisten der oben definierten Kriterien eines erhofften neuen Governance-Systems nicht gerecht wird.

Was Deutschland und andere Geberländer in der Eurozone besonders beunruhigt: Die strukturelle Mehrheit derzeit wirtschaftlich schwächerer Länder im EZB-Rat prägt das Entscheidungsverhalten dieses Gremiums. Geldpolitik in der Eurozone war schon immer eine Herausforderung angesichts unterschiedlicher Konjunkturentwicklungen und ggf. Inflationsentwicklungen in den Mitgliedsländern. Nun ist die Geldpolitik einerseits vom ausschließlichen Fokus auf das Krisenmanagement in der Eurozone bestimmt, andererseits dominieren die Interessen der Länder, die eine lockere Geldpolitik mit QE in riesigem Umfang wenn nicht als Lösung, so doch als entscheidende Linderung der Wachstums-, Beschäftigungs- und Bankenprobleme im eigenen Land sehen. Die Vorstellung, die Mitglieder des EZB-Rats denken und handeln primär europäisch, erweist sich als Illusion. Nationale Interessen im EZB-Rat scheinen eine viel größere Rolle zu spielen als in den übrigen europäischen Institutionen.

Die Eurozone läuft damit Gefahr, dauerhaft eine Gemeinschaft der wirtschaftlich eher Schwachen zu sein. Die noch leistungsfähigen Länder kommen in Rechtfertigungszwänge und werden von der Mehrheit und der EU-Kommission aufgefordert, mehr für den Abbau hoher Leistungsüberschüsse und für eine expansivere Ausgabenpolitik zu tun.

Dieser Ansatz übersieht, dass Europa und auch die Eurozone als Ganzes wettbewerbsfähiger werden muss, um im globalen Kontext zu bestehen. Die vor einigen Jahren propagierte Mission, Europa solle zur innovativsten und wachstumsstärksten Region der Welt werden, wurde still beerdigt. Europa wird seit einiger Zeit in vielen anderen Teilen der Welt als eines der Hauptrisiken für die Weltwirtschaft und eine Region mit schwachen Banken gesehen.

Die Rettungspolitik mit nunmehr Negativzinsen hat sehr gravierende unerwünschte Nebeneffekte. Die mit der Zins- und Rettungspolitik der EZB einhergehende finanzielle Repression sorgt nicht nur für eine Umverteilung von Vermögen von Gläubigern auf Schuldner. Sie hat ein Ausmaß erreicht, bei dem die private Altersvorsorge nicht nur in Lebensversicherungen, jegliche Zinsanlage, Stiftungen sowie traditionelles Bankgeschäft erheblich betroffen sein werden. Wenn private Haushalte realisieren, dass ihr Geldvermögen durch die Niedrigzinspolitik der EZB mit QE in weiten Teilen entwertet wird, kann dies die Akzeptanz der EZB weiter schwächen und den Ausgang von Wahlen in ganz Europa beeinflussen mit zunehmendem Gewicht antieuropäischer Parteien. Die finanzielle Repression wirkt sich in Deutschland am stärksten aus, da hier seit jeher die niedrigsten Zinsen in der Eurozone anzutreffen waren und QE die Tendenzen zu Negativzinsen stark befeuert (bis zu Ankaufrschwelle der EZB bei – 0,2%).

Selbst der IWF weist jüngst auf die Gefahren für die Finanzstabilität aufgrund der niedrigen bzw. negativen Zinsen hin. Dies ist die erste Kritik des IWF gegen die extreme Niedrigzinspolitik der Notenbanken, vor allem der EZB. Die Kritik des IWF scheint auch von den USA beeinflusst, da die rasante Abwertung des Euro sowohl in den USA als auch in Schwellenländern zu Recht kritisch gesehen wird. Die Spannungen in der Welt scheinen durch die EZB-Politik zuzunehmen.

Die Distanz der EZB zur Politik in Europa ist völlig beseitigt. Weder stellt die EZB an die Politik glaubwürdige und nachdrückliche Forderungen, Reformen durchzusetzen, noch wirkt die EZB tatsächlich unabhängig in ihrem Agieren. Die EZB übernimmt zu viel »Regierungsverantwortung« für das Management der Eurozone.

Auch wer im internationalen Vergleichsmaßstab die Qualität der stets als »alternativlos« rechtfertigten Regierungsentscheidungen der Ära Merkel in der Banken- und Eurokrise analysiert, hat es schwer, Deutschland als Gewinner der Eurokrise zu sehen. Hier stellt sich die Frage: Wie konnte die bürgerliche Mitte in Deutschland unter Führung von Kanzlerin Merkel mit dem Argument vertiefter europäischer Integration die Umfunktionierung der EZB zu einem europäischen Umverteilungsmechanismus akzeptieren und den Weg in die nationale Selbstaufgabe durch eine Vergemeinschaftung der Finanzmarktaufsicht wählen. Dass sie dabei von den Sozialdemokraten und Grünen unterstützt wurde, kam nicht überraschend. Die Sozialdemokraten und die Grünen sitzen mit ihren besonders lauten Rufen nach »mehr Europa« in der Europafalle.

Doch muss Merkel inzwischen realisieren: Ihre Wähler merken immer mehr, dass sie mit Nullzinsen und der Teilenteignung ihrer Sparguthaben für Berlins europäische Rettungspolitik schon hier und heute happig zahlen müssen.

Um das Versagen des Berliner Krisenmanagements schon zur Zeit der ersten schwarz-roten Koalition unter Merkel mit Peer Steinbrück als Finanzminister zu erklären, kann ein Blick auf die extrem kostspielige Bankenkrise von 2007/2008 mit dem anschließenden weltweiten Lehman-Brothers-Schock hilfreich sein.

In der Bankenkrise zeigte sich, dass führende Politiker bei der Parteien – mit ihrem Anhang in Landes- und Bundesbehörden – als zu laxer Aufseher von Landesbanken bei Anlagen in US-Subprime-Produkte über Zweckgesellschaften zu den Brandstiftern zählten. Auch politisch erzwungene *regulatory forbearance* bei Spezialinstituten wie der aus dem Geltungsbereich der deutschen Finanzmarktaufsicht BaFin nach Irland entflohenen Hypo-Real-Estate-Tochter Depfa endete in hohen Verlusten. Die Mitverantwortung der Politik führte dazu, dass die großen Parteien CDU/CSU und SPD auf der einen Seite einen »Luxus-Bailout« organisierten; auf der anderen Seite in der Öffentlichkeit den Banken und der Bankenaufsicht BaFin den Schwarzen Peter zuschoben.

Was deutsche Steuerzahler jener von Kanzlerin Merkel und Finanzminister Steinbrück organisierte Luxus-Bailout kostete, daran erinnert seither zweimal im Jahr der Währungsfonds. Nach dem vom IWF publizierte letzten »Fiscal Monitor« machten die Hilfen für den deutschen Bankensektor seither kumuliert bis 2014 immerhin 12,3% vom Bruttoinlandsprodukt (BIP) aus, wovon nur 4,4% des BIP wieder hereingeholt werden konnte. Per saldo entsprach dies einer Zunahme der deutschen Staatsverschuldung von 7,9% des BIP. Demgegenüber kam der US-Steuerzahler bei der Bankenrettung erheblich glimpflicher weg: Washington gab für die Bankenrettung 4,3% des BIP aus, holte (nicht zuletzt über gestiegene Aktienkurse der Bankenbeteiligungen) jedoch 4,8% des BIP als »recovery« wieder in die Staatskasse, so dass per saldo die Bankenrettung sogar mit einem kleinen Abbau der Staatsverschuldung um 0,5% des BIP abschloss.

Schon beim Krisenmanagement für die Bankenkrise zeigte sich, dass in der Ära Merkel als Kanzlerin die strategisch wichtigen Entscheidungen im kleinsten Kreis, meist ohne Rückgriff auf Banken- und Finanzsektorexperten fielen. Parteiübergreifend war man sich einig, dass nicht die deutsche Politik, sondern die Machenschaften am US-Immobilienmarkt oder der von der US-Regierung zugelassene Zusammenbruch der stark in Europa exponierten Investment Bank Lehman Brothers hauptsächliche Ursachen der Bankenkrise waren (vgl. Engelen 2008). Auf internationalen Konferenzen wurde zuweilen die Berliner Krisenpolitik als »financial sector illiterate« oder »pennywise and pound-foolish« kritisiert.

Ganz auf dieser Linie wurde von der deutschen Politik jedwede ernst zu nehmende *Aufarbeitung der Ursachen der Ban-*

kenkrise vereitelt (vgl. Engelen und Drost 2008). Im Gegensatz dazu legte die britische Aufsichtsbehörde Financial Services Authority (FSA) im März 2008 einen umfassenden internen Untersuchungsbericht vor. Verlangte die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) in der Schweiz zu den Ursachen des Debakels bei der UBS einen unabhängigen Bericht. Und brachte der US-Kongress unter Leitung des früheren US-Notenbankpräsidenten Jerry Corrigan eine umfassende Untersuchung zu den Ursachen der Bankenkrise auf den Weg.

Die Ergebnisse einer solchen Aufarbeitung der Ursachen der Bankenkrise in Deutschland und Europa wäre zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Eurokrise mit der drohenden Zahlungsunfähigkeit Griechenlands durch mehr Transparenz auch für die politischen Entscheider in der Eurozone hilfreich gewesen. Auch hätte die breite Öffentlichkeit wie die Medien einen besseren Überblick über die vielschichtigen Ursachen der Krise auf dem Euroanleihemarkt gewinnen können. So wird Martin Hellwig, führender Finanzmarktexperte und Koautor des Bestsellers »The Bankers New Clothes«, nicht müde zu erklären, dass die im Sommer 2012 vom Europäischen Rat der EZB übertragene Bankenaufsicht und die weiteren Schritte zur Bankenunion »mit der Bankenkrise nichts zu tun haben«.

Das Versagen der Politik, sich über die tatsächlichen Ursachen der Krise in den Bankensystemen der Euro-Mitgliedsländer mehr Klarheit zu verschaffen, hatte nach Ausbruch der Euro-Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 fatale Folgen. Die Führer der Eurozone und die EU-Kommission gingen die von Griechenland drohenden Ansteckungsgefahren – unter Einbeziehung des IWF und der Europäischen Zentralbank (EZB) – in der ersten Phase der Eurorettung ohne Einbeziehung der Banken und sonstigen Investoren in Eurostaatsanleihen in einem in der Geschichte von Währungs-, Schulden- und Bankenkrise noch die dagewesenen politischen Alleingang an.

Der Vorschlag vom Chef der Deutschen Bank Josef Ackermann, mit anderen führenden Banken einen Überbrückungskredit an Griechenland auf der Basis der Private-Public-Partnership zu organisieren, wurden vom Berliner Kanzleramt verworfen. Weil die Euroretter auf der öffentlichen Seite in der ersten Rettungsphase den »Bailout« von Banken und sonstigen Investoren bei fälligen griechischen Staatsanleihen voll finanzierten, fand in dieser Zeit im großen Umfang eine Entlastung privater Gläubiger zu Lasten öffentlicher Gläubiger sowie der Anteilseigner am Internationalen Währungsfonds statt. Dass auch deutsche Steuerzahler die Leidtragenden waren, schien Berlins oberste Retter nicht zu stören. Sie verstanden es jedoch sehr gut, die tatsächlich eingegangenen Risiken für den deutschen Steuerzahler zu kaschieren.

Erst beim zweiten Rettungsprogramm für Griechenland zwangen die staatlichen Euroretter beim sogenannten »Private

Sector Involvement« (PSI) Banken und sonstige Investoren zu einer Restrukturierung griechischer Staatsanleihen mit erheblichen Abschlägen (haircuts).

Wer in den letzten Jahrzehnten für eine wichtige Wirtschaftszeitung und für verschiedene internationale Fachpublikationen in den Bereichen Banken, Finanzmarktaufsicht und Regulierung über die nicht abreißenden Krisen berichtete, dem kann unter dem neuen europäischen Governance-System um die Zukunft des deutschen Finanzsektors Angst und Bange werden.

Wie wenig die deutsche Seite personell und organisatorisch auf wichtigen Kontrollaufgaben bei der Eurorettung aufgestellt ist, hat die Finpolconsult (www.finpolconsult.de) in mehreren Studien dargelegt. Im Auftrage von zwei politischen Parteien sowie einer wissenschaftlichen Forschungsgemeinschaft wurde die tatsächliche Verwendung von Rettungsmilliarden zur Kapitalisierung von Zombiebanken in mehreren Programmländern analysiert mit dem Ergebnis: Rund ein Drittel der eingesetzten Euromilliarden wurde für die Auszahlung an nachrangige Gläubiger oder Hybridkapitalgeber verwandt. Ein solches Verfahren würde in den USA gegen die Auflagen der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), dem auf die Einlagensicherung ausgerichteten Strang der US-Bankenaufsicht, verstoßen. Dort wird – indirekt vom US-Kongress kontrolliert – das Prinzip »least cost« verlangt, was eine Auszahlung an nachrangige Gläubiger oder Hybridkapitalgeber nicht erlaubt. Überdies würden in den USA hunderte von Finanzsektorexperten im US-Schatzamt, in anderen Regierungsstellen und Untersuchungsausschüssen des US-Kongresses die Verwendung von Steuergeldern kontrollieren. Dies wirft die Frage auf, warum haben nicht Brüsseler Stellen im Auftrag der Troika die von Finpolconsult nachgewiesene Milliardenverschwendung bei der Bankenrekapitalisierung ermittelt und an den Pranger gestellt?

Dass die skandalösen Ergebnisse dieser Studien zur Verschwendung von rund einem Drittel der Rettungsmilliarden in maroden Banken keinen Aufschrei in Politik und Öffentlichkeit auslösten, kann nur dahin gedeutet werden: Bei den Euro-Rettungsoperationen haben die meisten Beteiligten die Orientierung verloren. Nur die Empfänger der Rettungsmilliarden verstehen es, wie sie mit den Rettungsgeldern der Troika ihre Verluste reinholen und trotz Krise noch reicher werden.

Literatur

Engelen, K.C. (2008), »Denial, Coverup and the Blaming of Others«, *International Economy*, Summer, 55–59.

Engelen, K.C. (2013), »From Deauville to Cyprus – The Seeds of another Eurozone Crisis Have Been Planted«, *International Economy*, Spring, 50–76.

Engelen, K.C. und F.M. Drost (2008), »Experten fordern Aufklärung«, *Handelsblatt*, 14. Mai, 24.