

Der Euro leidet unter schwerwiegenden Konstruktionsproblemen

Der Euroraum bleibt krisenanfällig. Es sind tiefgreifende Reformen nötig, die leider nur schwer realisierbar sind. *Aymo Brunetti*

Abstract Die Schaffung des Euros war ein politisches Projekt. Die Einheitswährung wurde nicht wegen, sondern eher trotz ökonomischer Überlegungen eingeführt. Die Theorie optimaler Währungsräume belegt, dass die sehr heterogenen Euroländer nämlich keine der grundsätzlichen Voraussetzungen für eine gemeinsame Währung erfüllen. Die Finanzkrise hat zudem gezeigt, dass bei der Konstruktion der Gemeinschaftswährung der starken Dynamik der Finanzmärkte und länderübergreifender Grossbanken zu wenig Rechnung getragen wurde. Weitgehende strukturelle und politische Reformen des Euroraums sind deshalb notwendig.

Zur Frage, unter welchen Bedingungen zwei Regionen eine gemeinsame Währung haben sollen, gibt es seit Langem einen etablierten und breit akzeptierten ökonomischen Analyserahmen. Diese sogenannte Theorie optimaler Währungsräume wurde Anfang der Sechzigerjahre durch den kanadischen Ökonomen Robert Mundell begründet, der unter anderem dafür mit dem Nobelpreis ausgezeichnet wurde.

Gemäss diesem Ansatz sollten Regionen eine gemeinsame Währung haben, wenn ihre Konjunkturzyklen einigermaßen ähnlich verlaufen. Dann gibt es nämlich für diese Regionen keinen Grund, eine von der anderen Region unabhängige Geldpolitik für die Konjunkturstabilisierung – und damit eine eigenständige Währung – zu haben. Eine gemeinsame Währung verbessert in diesem Fall den Wohlstand, weil sie den Handel zwischen den beteiligten Regionen deutlich vereinfacht und damit stimuliert.

Kein optimaler Währungsraum

In einem Währungsraum wie der Eurozone, der so unterschiedliche Länder wie Finnland, Portugal oder Irland umfasst, ist diese Voraussetzung offensichtlich nicht erfüllt. Die Wirtschaftsstrukturen dieser Länder sind so verschieden, dass die Konjunkturverläufe höchstens zufällig einmal übereinstimmen. Die Konjunkturstabilisierung muss im Euroraum somit anders erfolgen, und die Theorie optimaler Währungsräume zeigt die hier denkbaren Alternativen auf. Gemäss diesem Konzept kann sich eine gemeinsame Währung auch dann lohnen – aber nur unter der Bedingung, dass andere Ausgleichsmecha-

nismen stark genug sind. Dabei stehen drei Mechanismen im Vordergrund:

1. Flexible Löhne und Preise: Befindet sich ein Land in einer Rezession, dann verbessern rasch sinkende Löhne seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit, ohne dass eine expansive Geldpolitik über eine Währungsabwertung dafür sorgen muss. Bei grosser Lohn- und Preisflexibilität ist eine eigenständige Geldpolitik zur Konjunkturstabilisierung unnötig.
2. Mobile Arbeitskräfte: Sind die Arbeitskräfte sehr mobil, können unterschiedliche konjunkturelle Entwicklungen aufgefangen werden, indem Arbeiter von der Rezessions- in die Boomregion wandern. Gäbe es zum Beispiel in Basel eine Rezession und in Bern einen Boom, so könnten Pendlerströme dafür sorgen, dass die Arbeitslosigkeit in Basel relativ tief bleibt. Schon deshalb macht es keinen Sinn, eine eigene Basler Währung einzuführen.
3. Ausgleichende Fiskalströme: Haben zwei Regionen ein grosses gemeinsames Budget, so sorgen regionenübergreifende Fiskalströme für eine gewisse Konjunkturstabilisierung. Bei einer gemeinsamen Arbeitslosenversicherung etwa fließen bei einer regionalen Rezession automatische zusätzliche Ressourcen in die betroffene Region (über die Arbeitslosenentschädigung), und die Region zahlt weniger in die Versicherung ein (über die schrumpfenden Lohnbeiträge). Auch das kann zu einem gewissen Grad das Fehlen einer eigenständigen Geldpolitik kompensieren.

Wenn man sich diese Liste ansieht, dann wird klar, dass die Eurozone meilenweit da-

von entfernt ist, auch nur über einen dieser Ausgleichsmechanismen zu verfügen. Löhne und Preise sind vor allem wegen der stark regulierten Arbeitsmärkte alles andere als flexibel. Die Arbeitsmobilität wird zwar durch die Personenfreizügigkeit rechtlich vereinfacht, aber nur schon wegen der unterschiedlichen Sprachen sind (anders als etwa in den USA) die interregionalen Arbeitskräftewanderungen im Euroraum bis heute relativ klein geblieben. Und da die Fiskalpolitik in der Eurozone ganz bewusst bei den Mitgliedsländern belassen wurde, fehlen auch ausgleichende Fiskalströme: Das gemeinsame EU-Budget ist bescheiden, und die Arbeitslosenversicherungen sind national organisiert.

Es ist denn auch kaum überraschend, dass das Gros der Ökonomen und Ökonomen dem Projekt der Einheitswährung von Anfang an äusserst skeptisch gegenüberstand.

Eurokrise offenbart Mängel

Da der Euro in der lang anhaltenden ökonomischen Schönwetterperiode vor der Finanz- und Wirtschaftskrise eingeführt wurde, blieben die Kosten der Konstruktionsfehler relativ lange unter dem Radar. Tatsächlich bauten sich in dieser Periode zwischen den Mitgliedsländern aber massive Ungleichgewichte auf, die mit der Finanzkrise schockartig offensichtlich wurden. Bei der Bekämpfung des existenzbedrohenden Schocks der Eurokrise wurde rasch klar, dass die Theorie optimaler Währungsräume aus den Sechzigerjahren die sich seither intensivierende Dynamik der Finanzmärkte und der internationalen Banken zu wenig beachtet hatte.

Erstens erwies es sich als grober Fehler, mit der Währungsunion nicht auch gleich eine Bankenunion geschaffen zu haben. Grosse Banken waren zwar europaweit tätig, blieben aber national reguliert, und vor allem waren weiterhin die nationalen Behörden zuständig, falls eine solche Bank gerettet werden musste. Beides erwies sich in der Eurokrise als grosses Problem.

Zweitens wurde damit zusammenhängend unterschätzt, wie rasch sich international



Wie weiter? Die angehende EZB-Präsidentin Christine Lagarde spricht mit Amtsinhaber Mario Draghi.

tätige Banken und Nationalstaaten gegenseitig in den finanziellen Abgrund reissen können. Die Staatshaushalte drohten wegen der massiven Kosten der Bankenrettung zu kollabieren. Und gleichzeitig enthalten die Bankbilanzen meist grosse Bestände nationaler Staatsanleihen, sodass heute ein allfälliger Staatsbankrott die Banken in die Insolvenz zu reissen droht.

Drittens wurde nicht berücksichtigt, dass in einer Währungsunion Staaten, deren Zahlungsfähigkeit von den Finanzmärkten angezweifelt wird, rasch in gewaltige Liquiditätsprobleme geraten können. Die Mitgliedsstaaten können die eigene Währung (hier den Euro) selbst nicht schaffen – dies vermag nur die supranationale Europäische Zentralbank (EZB). In einer Krisensituation kann somit keine nationale Zentralbank als «Lender of Last Resort» gegenüber dem Staatsbudget agieren und so die Situation beruhigen. Dieser Konstruktionsfehler verursachte bei der Eurokrise massive Probleme.

Drastische Rettungsmassnahmen

Die hektischen wirtschaftspolitischen Notmassnahmen während der Eurokrise waren letztlich Versuche, mit den ursprünglich nicht bedachten, im Zusammenhang mit dem Finanzsystem stehenden Problemen umzu-

gehen. Mit der Schaffung des Krisenfonds (ESM) wurde der Gefahr von Staatsbankrotten und ihren Rückwirkungen auf die Solvenz von Banken begegnet. Mit der legendären «Whatever it takes»-Aktion von EZB-Präsident Mario Draghi garantierte die EZB, dass sie bereit war, als Lender of Last Resort auch für Mitgliedsstaaten aufzutreten und damit deren Liquiditätsrisiken zu mindern. Und mit der Verlagerung der Aufsicht für die grössten europäischen Banken zur EZB wurden weitgehende Schritte in Richtung einer Bankenunion unternommen.

Gefahr nicht gebannt

Mit diesen Massnahmen konnten zwar die wichtigsten im Zusammenhang mit dem Finanzsektor entstandenen Krisenherde angegangen werden, was während des Höhepunkts der Eurokrise ein chaotisches Auseinanderbrechen der Eurozone verhinderte. Dennoch sind die in der klassischen Theorie optimaler Währungsräume genannten Voraussetzungen für ein krisenfreies Funktionieren der Eurozone nach wie vor kaum erfüllt. Dies zeigt sich zum Beispiel daran, dass sich etwa Griechenland und Italien nur sehr schleppend von der Eurokrise erholen.

Die EZB hat mit ihrer massiven geldpolitischen Expansion in den letzten Jahren alles unternommen, um die wirtschaftlich geschwächten Euroländer zu stabilisieren. Damit ist sie aber nach Ansicht vieler Beob-

achter an den äussersten Rand dessen gegangen, was in ihrem Mandat liegt, und vor allem hat sie eine Liquiditätsschwemme und eine Nähe zur Politik geschaffen, die für die Zukunft nichts Gutes verheissen. Ewig kann sich die Eurozone jedenfalls nicht darauf verlassen, dass die EZB die Konstruktionsprobleme mit massiven Interventionen kaschiert. Und wenn die EZB einmal wegen ansteigender Inflationserwartungen restriktiver agieren muss, dann stehen vielen Mitgliedsländern starke Konjunkturerinbrüche bevor, denen sie nur wenig entgegenzusetzen haben werden.

Leider sind die meisten klassischen Voraussetzungen für einen optimalen Währungsraum eben nicht oder nur langfristig beeinflussbar. Strukturelle Reformen in den Mitgliedsländern könnten helfen, Löhne und Preise zu flexibilisieren, aber derartige Reformen sind politisch extrem schwierig; trotzdem müssen sie eine zentrale Stossrichtung bleiben. In Sachen Mobilität der Arbeitskräfte kann kaum etwas Zusätzliches getan werden. Bleibt einzig eine Stärkung der ausgleichenden Fiskalströme. Und hier setzt die Idee einer Fiskalunion mit einem substanziellen gemeinsamen Budget an, die zuletzt vom französischen Präsidenten Emmanuel Macron weitgehend erfolglos gepusht wurde.

Aus meiner Sicht am ehesten mittelfristig realisierbar wäre eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung, welche die nationalen Systeme ergänzen würde. Aber auch das ist in gewissen Euroländern politisch enorm schwierig zu verkaufen und erfordert ein hohes Mass an Konsens zwischen den Mitgliedsstaaten. Diese Idee bleibt deshalb Zukunftsmusik. So rasch wird die Eurozone ihre Konstruktionsfehler nicht korrigieren können, und wir stellen uns besser darauf ein, dass die Zeit der krisenartigen Ereignisse im Euroraum noch länger nicht überwunden ist.



Aymo Brunetti
 Professor für Wirtschaftspolitik und Regionalökonomie, Universität Bern;
 Vorsitzender Beirat Zukunft Finanzplatz