

# **Die Interventionsspirale in der Euro-Zone**

**Joachim Starbatty**

## **Das Theorem der Interventionsspirale**

Zur Rettung des Euro hastet die Politik von Konferenz zu Konferenz und schnürt Hilfspaket auf Hilfspaket. Diese Entwicklung wird einen zentralen Platz in einem künftigen Lehrbuch für liberale Wirtschaftspolitik einnehmen. Ludwig v. Mises, bedeutender Denker eines unverfälschten Liberalismus, hat das Theorem der Interventionsspiralen bei einem politischen Eingriff in den Preismechanismus entwickelt. Eine solche Interventionsspirale lässt sich in der Europäischen Währungsunion (EWU) beobachten. Die Politik hofft, dass der auf dem Euro-Gipfel am 24./25. März 2011 beschlossene Rettungsschirm diese Spirale zu einem Stillstand bringe. Viele Beobachter befürchten dagegen, dass es sich bloß um eine weitere Drehung der Interventionsspirale handele.

## **Das verstopfte Wechselkursventil**

Mit der Gründung der EWU wurde ein zentraler Preis- und Informationsmechanismus ausgeschaltet – der Wechselkurs. Wenn sich die Konkurrenzfähigkeit zwischen Handelspartnern unterschiedlich entwickelt, drückt sich das in einer Verschiebung der Wechselkurse aus. Bewegliche Wechselkurse sind ein Ventil, um die unterschiedliche Qualität nationaler Wirtschaftspolitiken auszudrücken. So hat es in der Vergangenheit auch innerhalb der Europäischen Gemeinschaft starke Währungsverschiebungen gegeben. Seit 1960 ist der Wert der italienischen Lira gegenüber der D-Mark bis zum Beginn der Europäischen Währungsunion (1. Januar 1999) auf ein Fünftel geschrumpft, der Wert des französischen Franc auf ein Drittel. Wenn Länder sich zu einer Währungsunion zusammenschließen, dann müssen sich Inflationsraten und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit in die gleiche Richtung entwickeln. Andernfalls bricht die Währungsunion auseinander, oder politische

Interventionen, die in aller Regel auf Transfers hinauslaufen, müssen die politische Blockade des Wechselkursventils kompensieren.

Den Architekten der Währungsunion war diese Alternative bewusst: Es sollten nur solche EU-Staaten Mitglieder der Währungsunion werden können, die zuvor bei Inflationsbekämpfung und Zügelung der staatlichen Verschuldung nachgewiesen hatten, dass sie den Herausforderungen einer Stabilitätsgemeinschaft gewachsen seien. Auch sollten die nationalen Wechselkurse für mindestens zwei Jahre ohne Auf- oder Abwertung in einem Wechselkursverbund verblieben sein. Die Erfüllung dieser Konvergenzkriterien als Eintrittsbillett sollte eng und strikt ausgelegt werden; das Gegenteil war der Fall. Es ist bekannt, dass Griechenland sich den Eintritt in die Währungsunion aufgrund manipulierter Statistiken erschlichen hat. Dies war den politisch Verantwortlichen – entgegen anderslautender offizieller Verlautbarungen – von Anfang an bekannt; sie haben darüber hinweggesehen, weil die Griechen sonst hätten öffentlich machen können, dass auch andere Mitgliedstaaten ihre Bilanzen verschönert hatten – Stichwort: „kreative Buchführung“. Insofern startete die Europäische Währungsunion von Anfang an als eine Gemeinschaft der Ungleichen.

### **Verhängnisvolle Euro-Dividende**

Die Mitgliedschaft in der Währungsunion war wegen der erhofften Euro-Dividende so begehrt. Bislang waren die Zinsen, die Regierungen für Platzierung von Staatsanleihen zahlen mussten, stark unterschiedlich. In den Aufwertungsländern waren sie niedrig, in den Abwertungsländern waren sie hoch, teilweise sogar zweistellig. Mit dem Eintritt in die Währungsunion erbten sie alle das niedrige deutsche Zinsniveau; die stabilitätsorientierte Geldpolitik der Bundesbank hatte hierfür gesorgt. Die erhoffte Euro-Dividende gab es tatsächlich. Die „Spreads“ (Spreizungen), die die Risiken zwischen den jeweiligen nationalen Anleihen signalisieren,

sanken auf ein Minimum. Sind sie nur schwach ausgeprägt, dann wird das mögliche Ausfallrisiko als gering eingeschätzt. Vergrößern sich die Spreads, dann rechnen die Anleger mit einem höheren Ausfallrisiko und wollen dafür mit einem höheren Zins entschädigt werden. In einer Währungsunion wird also der Zins als ein zweiter zentraler relativer Preis außer Kraft gesetzt. Dann wächst in den Ländern, die zuvor zweistellige Zinsen zu zahlen hatten, sowohl die private wie die öffentliche Verschuldungsbereitschaft.

Entsprechendes gilt auch für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Wenn das Währungsgebiet heterogen ist – Stagnationsländer wie seinerzeit Frankreich, Italien und Deutschland auf der einen Seite, Boomländer wie die Staaten der Euro-Peripherie auf der anderen Seite –, dann befindet sich die EZB in einem Dilemma: Niedrige Zinssätze für die stagnierenden Länder oder höhere Zinsen für die Boomstaaten. Da die EZB ihre Politik an den Stagnationsländern ausgerichtet hatte, waren die Zinsen für die Peripheriestaaten zu niedrig. Da hier der Preisanstieg deutlich höher als im EU-Durchschnitt war, lag für diese Länder der Refinanzierungssatz bei der EZB unter Berücksichtigung der Preissteigerungsrate sogar im negativen Bereich. Dies gilt im Zeitraum 2002-2006 für alle Staaten, die jetzt Schwierigkeiten haben, die Erfüllung ihrer Staatsaufgaben über Kapitalaufnahme zu decken: Portugal, Irland, Griechenland und Spanien. Die beiden Diagramme zeigen dies beispielhaft für Irland (Abb. 1) und Spanien (Abb. 2). In allen diesen Ländern fiel der Zins als Selektionskriterium aus. Als Konsequenz haben alle diese Länder ein dreifaches Problem:

- private und öffentliche Überschuldung,
- eine Fehlentwicklung der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur,
- Verlust der internationalen Wettbewerbsfähigkeit.

In Zeiten reichlicher Liquiditätsversorgung haben Banken ihren Kunden Kredite geradezu aufgedrängt. In Zeiten allgemeiner Prosperität lassen

sich Menschen – Konsumenten wie Politiker – auch leichter zu riskanten Kreditaufnahmen überreden. Besonders stark schlägt die faktische Null-Zins-Politik auf die Immobilienmärkte durch. Preissteigerungen schrecken hier nicht ab, sondern locken Spekulanten geradezu an. Der Bausektor mitsamt den vor- und nachgelagerten Industrien wird überproportional ausgeweitet. Der so genährte Boom spült dann hohe Steuereinnahmen in die öffentlichen Kassen; aufgrund dieser Scheinblüte bleibt die Staatsverschuldung relativ niedrig – wie in Irland und Spanien. In solchen Boom-Zeiten lösen sich auch die Lohnsteigerungen von der Produktivitätsentwicklung; die Lohnstückkosten steigen überproportional stark an, und die internationale Konkurrenzfähigkeit geht verloren.

### **Macht oder ökonomisches Gesetz ?**

Der Dreiklang – Überschuldung, Fehlentwicklung der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur, Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit – ist in einem System stabiler Wechselkurse nicht unbekannt. In einigen Volkswirtschaften Südostasiens, die ihre Währungen an den Dollar gebunden hatten, ist es Ende des letzten Jahrhunderts wegen des reichlichen Kapitalzustroms aus Japan, USA und Europa zu Blasenbildungen und zum Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit gekommen. Abwertungen dieser Währungen haben diese Länder aber wieder wettbewerbsfähig werden lassen; heute sind sie geachtete Mitspieler im internationalen Globalisierungskonzert. Auch im System von Bretton Woods und noch im Europäischen Währungssystem waren Abwertungen möglich und erwünscht, um fundamentale Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz zu bereinigen. Bei flexiblen Wechselkursen hätten sich solche Ungleichgewichte gar nicht erst aufstauen können.

In genau dieser Situation befinden sich die überschuldeten und international nicht mehr wettbewerbsfähigen Staaten der Euro-Peripherie. Aus diesem Grund war sich die Deutsche Bundesregierung zunächst

unsicher, ob es für die überschuldeten Staaten nicht besser wäre, aus der Währungsunion auszuschneiden. Damit hätten Wechselkurse und Zinsen wieder die zentrale Rolle eingenommen, die sie vor der Währungsunion gespielt haben. Da es sich hier um eine Weichenstellung handelt – politische Orientierung am ökonomischen Gesetz oder politische Außerkräftsetzung des ökonomischen Gesetzes –, wird die schwankende Position der Bundesregierung vor dem Beschluss, die „no bail out-Klausel“ des Lissabon-Vertrages zu schleifen, ausführlich dokumentiert. Zur ökonomischen Vorteilhaftigkeit eines Ausscheidens Griechenlands aus der Währungsunion hat Finanzminister Schäuble ausgeführt (Spiegel-Interview, 16/2010, S. 101):

Frage: „Sie haben ja einmal gesagt, die EU müsse auch die Möglichkeit bekommen, in letzter Konsequenz ein Land aus der Währungsunion auszuschließen.“

Schäuble: „Das wäre konsequent. Sehen Sie: Warum muss Griechenland derzeit für seine Anleihen höhere Zinsen zahlen als Litauen, obwohl die beiden Länder hohe Schulden machen? Die Antwort liegt darin, dass Griechenland seine Währung nicht abwerten kann, weil es Mitglied der Euro-Zone ist. Deshalb wäre es vernünftig, wenn Euro-Länder im Notfall aus der Währungsunion ausscheiden könnten.“

Bundeskanzlerin Angela Merkel hat diese Position Schäubles im Deutschen Bundestag – unter Beifall der Koalitionsfraktionen – aufgegriffen (17. Wahlperiode, 30. Sitzung, 17. März 2010, S. 2719):

„Er (Bundesfinanzminister Schäuble) hat Vorschläge gemacht, dass wir für die Zukunft ein Vertragswerk bekommen, aufgrund dessen es als Ultima Ratio sogar möglich ist, ein Land aus dem Euro-Raum auszuschließen, wenn es die Bedingungen langfristig immer wieder nicht erfüllt. Sonst kann man nicht zusammenarbeiten. (Beifall bei der CDU/CSU und der FDP). Wie müssten wir die Verträge entwickeln, damit man mit einer solchen Situation umgehen kann? Auch bei Griechenland muss jetzt gelten, dass die Stabilitätsgemeinschaft im Vordergrund steht und dass wir nicht eine vorschnelle Hilfe leisten, die uns langfristig überhaupt nicht weiterbringt, sondern den Euro immer weiter schwächt.“ (Beifall bei der CDU/CSU und der FDP).

Was schließlich den Meinungsumschwung der Deutschen Bundesregierung bewirkt hat, ist bisher nicht dokumentiert. Mit Sicherheit wird es intensive Kontakte zwischen dem französischen Staatspräsidenten und der Bundeskanzlerin gegeben haben. Nach einem Ausscheiden Griechenlands aus der Währungsunion wäre eine Umschuldung für in Griechenland engagierte französische und deutsche Banken mit hohen Verlusten verbunden gewesen. Womöglich haben daher auch deutsche Banken interveniert. Schließlich erklärte sich die Bundesregierung bereit, sich an einem Rettungspaket – Kredite in Höhe von 110 Mrd. € für drei Jahre – zu beteiligen. Es war inzwischen allgemeine politische Meinung geworden, dass die finanzielle Rettung Griechenlands alternativlos sei. Auch der Präsident der EZB, Jean-Claude Trichet, hat auf die Frage, ob nicht ein Ausscheiden Griechenlands aus der Währungsunion möglich und notwendig sei. Geantwortet (Spiegel-Interview, 20/2010, S. 79):

„Nein, das kommt nicht in Frage. Wenn ein Land in die Währungsunion eintritt, teilt es mit den anderen Ländern ein gemeinsames Schicksal.“

Man hätte vom Präsidenten einer Zentralbank, die zur Erhaltung der Geldwertstabilität verpflichtet ist, eine Aussage dergestalt erwarten müssen, dass diese Problematik im Lichte der Bewahrung der Euro-Zone als einer Stabilitätsgemeinschaft gesehen werden müsse. Trichets Antwort zeigt, dass er politische Vorgaben, welcher Art auch immer, dem gesetzlichen Stabilitätsauftrag vorschaltet. Damit wurde selbst vom EZB-Präsidenten die Sperre gegen die Einmündung der versprochenen Stabilitätsgemeinschaft in eine Haftungs- und Transferunion – die „no bail out-Klausel“ – beiseite geräumt. Danach war jedes Land entsprechend dem Subsidiaritätsprinzip für die Solidität seiner Staatsfinanzen selbst verantwortlich: Weder die Gemeinschaft noch ein Mitgliedstaat treten für die finanziellen Verpflichtungen eines anderen Mitgliedstaates ein (Art. 125 Lissabon-Vertrag).

## Der Vertragsbruch

Die Griechenland-Hilfe war aber erst der Beginn. In Brüssel trafen sich die Regierungs- und Staatschefs, um im Rahmen eines Galadiners den Vertrag über die Griechenlandhilfe zu unterzeichnen. Dann soll, so wird berichtet, EZB-Präsident Jean-Claude Trichet im Rahmen einer After Dinner-Speech „Charts“ präsentiert haben, die den Zusammenbruch der Finanzwelt für den kommenden Montag erwarten ließen. Offensichtlich war die darauf folgende Aussprache turbulent. Über deren Verlauf, über Motive und Austausch der Argumente gibt es keine offiziellen Aufzeichnungen, die uns Bürgern Auskunft geben könnten.<sup>1</sup> Aber das Ergebnis ist bekannt: Ein Rettungsschirm in Höhe von 750 Mrd. € wurde aufgespannt, an dem der Internationale Währungsfonds (IWF) mit 250 Mrd. € und die Mitgliedstaaten der Euro-Zone mit 500 Mrd. € beteiligt sind. Zusätzlich hatte sich Trichet bereit erklärt, marode Staatsanleihen aufzukaufen. Was sich in jener Nacht abgespielt hat, war wohl die Folge eines von langer Hand geplanten und sorgfältig vorbereiteten Coups des französischen Staatspräsidenten. Er hat sich vor der Presse gerühmt, 95 % des Abschlusskommunikés stammten aus der französischen Vorlage.

Pierre Lellouche, französischer Staatssekretär für europäische Angelegenheiten, und Christine Lagarde, französische Finanzministerin, haben unumwunden eingeräumt, die Politik habe mit dem Aufspannen des Rettungsschirms den Lissabon-Vertrag gebrochen.<sup>2</sup> Dass im Verlaufe der Interventionsspiralen der Boden einer Rechtsgemeinschaft verlassen wird,

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu: Roland Vaubel, Die Politische Ökonomie der Bail out-Politik in der Eurzone (unveröffentlichtes Manuskript, März 2011).

<sup>2</sup> In einem Interview mit der Financial Times (28. Mai 2010) erläuterte Lellouche die Überzeugung der französischen Regierung, dass der jüngst beschlossene Rettungsschirm („emergency stabilisation scheme“) auf eine fundamentale Revision der Regeln der EU hinauslaufe und ein Sprung in Richtung einer Wirtschaftsregierung für die Euro-Zone sei. Der Minister sagte: „It is an enormous change. It explains some of the reticence. It is expressly forbidden in the treaties by the famous no bail-out clause. De facto, we have changed the treaty.“ – Die französische Finanzministerin, Lagarde, führte aus, dass die Hilfskredite und der Rettungsschirm für die Euro-Staaten gegen den Lissabon-Vertrag verstießen: „Wir sind über die bestehenden Regeln hinausgegangen“. Lagarde begründete den Vertragsbruch damit, dass man Griechenland helfen müssen. „Griechenland, das ist Euroland, das ist der Euro.“

wiegt schwer. Politiker müssen sich an selbst gesetzte Regeln halten, damit Rechtssicherheit gewahrt bleibt. Derzeit wandelt sich die Europäische Union (EU), wie Ferdinand Kirchhof, Vizepräsident des Bundesverfassungsgerichts, festgestellt hat, von einer europäischen Rechtsgemeinschaft in eine Hau-Ruck-Gesellschaft mit nicht überschaubaren Kollateralschäden.<sup>3</sup> Diese Methode hat die Euro-Zone auf die schiefe Bahn gebracht; die Politik kann nicht beliebig Halt machen. Also folgt eine weitere Drehung auf der Interventionsspirale. So ist auf dem Gipfel der Euro-Länder am 24./25. März 2011 der für vorübergehende Schwächephasen gedachte und gegen spekulative Attacken von außen aufgespannte Rettungsschirm in eine permanente Einrichtung umgewandelt worden. Er dient jetzt zur Rettung konkursiter Euro-Länder. Sein Volumen ist auf 1.000 Mrd. € aufgestockt worden, und Staatsanleihen überschuldeter Staaten können unmittelbar angekauft werden. Die sich daraus ergebenden finanziellen Verpflichtungen für die einzelnen Mitgliedstaaten berechnen sich nach einem bestimmten Schlüssel, der dem nationalen Anteil am Eigenkapital der EZB entspricht. So entfallen auf Deutschland 27 %, auf Frankreich 20%. Dieser Anteil steigt, wenn weitere Mitgliedstaaten unter dem Schirm Schutz suchen müssen.

### **Die Interventionsspirale dreht sich weiter**

Im Zuge der Interventionsspirale wird auch die Prärogative nationaler Parlamente unterminiert. EU-Institutionen und IWF zwingen die überschuldeten Länder, in kürzester Zeit wettzumachen, was sie jahrzehntelang versäumt haben. Die Entmündigung der nationalen Finanz- und Wirtschaftspolitik der Schuldnerstaaten und die Abwanderung des vornehmsten parlamentarischen Rechts, die Hoheit über das nationale Budget, nach Brüssel und Washington, drehen die Interventionsspirale weiter. In Zeiten der Rezession, wo die Nachfrage überall wegbricht,

---

<sup>3</sup> Mündliches Statement auf einem Symposium zu Ehren des 80. Geburtstags von Thomas Oppermann (Tübingen, 5. Februar 2011).



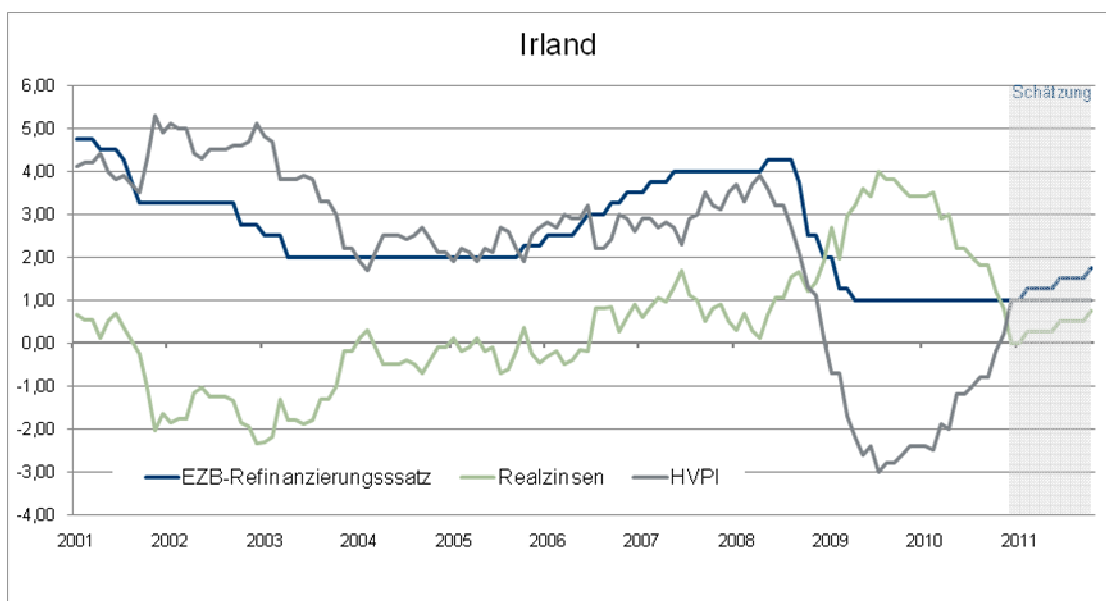
werden diese Länder gezwungen, Steuern zu erhöhen, Ausgaben zu kürzen und Subventionen zu streichen. Was langfristig richtig ist, stößt sie jetzt noch tiefer in die Rezession hinein. Die Rating-Agenturen stufen sie zurück, weil das ökonomische Fundament und damit die Basis für Steuereinnahmen unterminiert werden.

In einer solchen Situation befindet sich auch Spanien. Die Wahrscheinlichkeit, dass es unter den Schirm schlüpfen muss, ist real. Auch über Irland wurde vor Jahresfrist gesagt, es sei mit Griechenland nicht vergleichbar, da der Staat nicht überschuldet sei. Freilich sind sich die verantwortlichen Politikern in Brüssel, Berlin und Paris diese Gefahr bewusst, sonst hätten sie nicht darauf gedrängt und schließlich eingewilligt, den Schutzschirm um 250 Mrd. € aufzustocken. Da Spanien das achtfache Gewicht von Irland hat, wäre das Volumen des Schirms sogar nach der Aufstockung vollständig absorbiert. Den Bürgern wird weisgemacht, dass bloß Garantien und Bürgschaften für die Ausleihung von Krediten gestellt würden; Deutschland profitiere sogar von den Zinszahlungen der Griechen. Der Volksmund weiß es besser: „Wer bürgt, wird gewürgt.“ Die Konflikte mit den nationalen Parlamenten sind vorprogrammiert.

Deutschland wird allgemein als Zahlmeister der Euro-Zone gesehen. Zwar entfällt auf die deutsche Regierung und damit auf die Gesamtheit der Steuerzahler der größte Anteil, aber jedes Land wird entsprechend seinem wirtschaftlichen Gewicht herangezogen. In jener Nachtsitzung hat Sarkozy nicht nur Angela Merkel, sondern auch die eigene Volkswirtschaft über den Tisch gezogen, zumal die wirtschaftliche Lage in Deutschland besser ist als in Frankreich: Die Wachstumsrate ist höher, die Arbeitslosenquote niedriger und die deutsche Exportindustrie profitiert von jedem Konjunkturaufschwung in der Weltwirtschaft, während der französische Anteil am Welthandel sinkt. Die finanziellen Lasten einer Transferunion drücken Frankreich schwerer als Deutschland. Daraus lässt sich folgern:

Die „wahren Franzosen“ werden die finanziellen Verpflichtungen Frankreichs zur Rettung überschuldeter Euro-Staaten zum zentralen Thema im Kampf um das französische Präsidentschaftsamt machen; der permanente Rettungsschirm ist bloß eine weitere Etappe auf einer sich weiter drehenden Interventionsspirale.

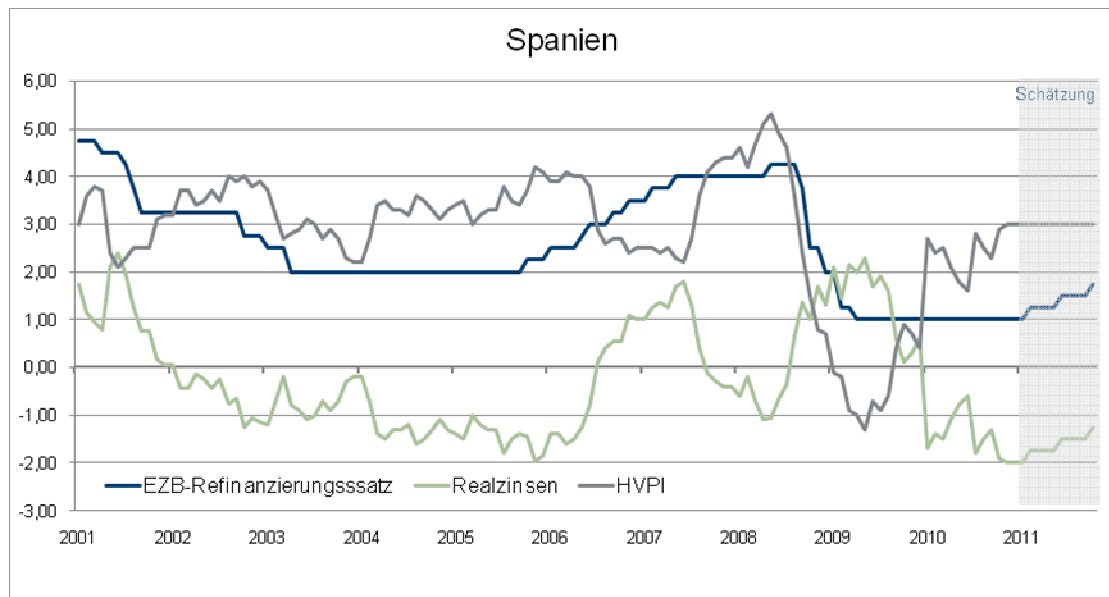
**Grafik 1: Entwicklung der Realzinsen in Irland**



Quelle: Datastream, Eigene Schätzungen

Prof. Dr. Dr. h.c. Joachim Starbatty

## Grafik 2: Entwicklung der Realzinsen in Spanien



Quelle: Datastream, Eigene Schätzungen

Prof. Dr. Dr. h. c. Joachim Starbatty