

## Der Euro – sein Woher und Wohin

Joseph Huber	<a href="http://www.vollgeld.de/der-euro-woher-wohin">www.vollgeld.de/der-euro-woher-wohin</a> <a href="http://www.vollgeld.de/euro-und-vollgeld-reform">www.vollgeld.de/euro-und-vollgeld-reform</a> [Aug 2016]
Ambivalente Grundlagen des Euro .....	2
<i>Der politische Kontext</i> .....	2
<i>Faktormobilität. Die Theorie optimaler Währungsräume</i> .....	2
<i>Disparitäten und Ungleichgewichte im Euroraum</i> .....	3
<i>Exkurs: 'Exportweltmeister' Deutschland</i> .....	6
<i>Fortbestehende nationale Muster. Divergente Vorstellungen zur Geld- und Fiskalpolitik</i> .....	7
Die Eurokrise ist eine Banken- und Schuldenkrise – die zu einer Währungskrise stilisiert wurde .....	9
Krisenmanagement von Seiten der Regierungen. Der Euro-Sündenfall: Bruch der No-Bailout-Regel und Widerstand gegen interne Anpassung .....	11
Die Ergebnisse der Regierungs-Interventionen: Krisenverschleppung, Bailout statt interne Anpassung, neonationalistische Konfrontation .....	13
Was man hätte wissen können: Es liegt am Geldsystem.....	16
Krisenmanagement von Seiten der EZB: vom Versuchsweisen zur Verzweiflungstat .....	17
Die Ergebnisse der EZB-Interventionen: Krisenverschleppung, Dauer-versagen konventioneller Geldpolitik, finanzielle Repression und monetäre Staatsfinanzierung ohne realwirtschaftlichen Nutzen .....	20
Krisenmanagement wofür? Die unaufgelöste Krise .....	27
Welche Zukunft für die EU? Eine Gemeinschaft von Nationalstaaten .....	31
Am Scheideweg .....	34
<i>Den Euro aufgeben?</i> .....	35
<i>Immer engere Schulden- und Haftungsunion: Stagnation und schleichender Niedergang</i> .....	36
<i>Aus dem Euro austreten? Parallele heimische Währungen?</i> .....	37
<i>Die Situation entschärfen: bemessener Schuldenschnitt, gemäßigte Austerität, Helikoptergeld</i> .....	40
<i>Neustart: No bailout und interne Anpassung</i> .....	42
<i>Das Eurosystem und die EZB neu ausrichten</i> .....	45
<i>Geldreform</i> .....	49
Ausblick. Die Chancen einer konsolidierten EU und einer Neuausrichtung der Währungsunion .....	52

## Ambivalente Grundlagen des Euro

### *Der politische Kontext*

Für die Einführung des Euro gab es unterschiedliche Motive. Er wurde als Baustein einer 'immer engeren Union' der EU Mitgliedstaaten präsentiert. Darüber hinaus, obschon offiziell heruntergespielt, sollte die Europäische Währungsunion (EWU) ein zweites Weltfinanzzentrum werden, das dem 'exorbitanten Privileg' des US Dollars als einziger bedeutender Weltwährung etwas entgegensetzen würde. Ein anderes Motiv, speziell im Zusammenhang der deutschen Wiedervereinigung nach 1989, bestand darin, wie zuvor schon im Fall der NATO und der Europäischen Verträge von 1957, Deutschland fest einzubinden.

Aus französischer Sicht sollte der Euro dazu dienen, die damalige Währungsdominanz der D-Mark auf dem Kontinent zu beenden. Das war der Preis, den Mitterrand für seine Zustimmung zur Wiedervereinigung verlangte. Die französische Vorstellung des künftigen Euro war die einer eher weicheren Währung zu Diensten einer etatistischen Politik. Die deutsche Vorstellung beruhte dagegen auf dem ordoliberalen Konzept einer Wachstumspotenzial-orientierten Geldpolitik durch eine unabhängige Zentralbank, mit getrennter Verantwortung für Geldpolitik (Zentralbank) und Fiskalpolitik (Regierung).

### *Faktormobilität. Die Theorie optimaler Währungsräume*

Unter Ökonomen wurde diskutiert, ob die Theorie optimaler Währungsräume nach Mundell für oder gegen den Euro sprach.<sup>1</sup> Diese Theorie besagt, dass anstelle einer eigenen nationalen Währung eine Währungsgemeinschaft vorteilhaft sein kann, sofern bestimmte Bedingungen erfüllt sind, insbesondere (1) ein hohes Maß an Handel unter den beteiligten Staaten, (2) grenzüberschreitende Kapitalmobilität und (3) Arbeitskräftemobilität.

Inner-gemeinschaftlicher Handel und grenzüberschreitende Wertschöpfungsketten hatten sich bereits vielversprechend entwickelt. Freier Kapitalverkehr war unbehindert gewährleistet, ist jedoch unterhalb seiner Möglichkeiten geblieben. Ein erheblicher Teil der europäischen Banken- und Finanzmarktgeschäfte bezieht sich weiterhin auf einen nationalen Rahmen, obschon internationale Aktivitäten, auch über die EWU und EU hinaus, beträchtlich zugenommen haben. Hinsichtlich der grenzüberschreitenden Arbeitskräftemobilität liegen die Dinge ähnlich. Beschäftigungs- und Niederlassungsfreiheit sind im Prinzip gewährleistet, aber die

---

<sup>1</sup> Robert Mundell 1961: A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, 1961, 657–665. – Charles A. E. Goodhart 1998: The two concepts of money – implications for the analysis of optimal currency areas, *European Journal of Political Economy*, 14 (1998) 407–432. – Francesco Paolo Mongelli 2002: 'New' views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us? European Central Bank, Working paper series, No. 138, Frankfurt. – Ders. 2008: *European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory*, Directorate-General for Economic and Financial Affairs of the European Commission, Economic papers, No. 302, Brussels.

tatsächliche Arbeitskräftemobilität ist vergleichsweise niedrig und folgt dem Muster einer vor allem nationalen, weniger auch grenzüberschreitenden Peripherie-Zentrum Wanderung. Alles in allem schien die Situation aus der theoretischen Sicht optimaler Währungsräume nicht ungünstig. Die Politik hoffte anscheinend, die EWU würde die weitergehende Erfüllung der Bedingungen nach und nach mit sich bringen.

Die Theorie optimaler Währungsräume beinhaltet zudem, dass die Mitgliedstaaten einer Währungsunion de facto auf eine nationale Geld- und Währungspolitik verzichten. Die betreffenden Politik-Optionen werden auf die Gemeinschaftsebene übertragen, im Fall des Euro auf die EZB und das Eurosystem. Darin sind die nationalen Zentralbanken generell den geld- und währungspolitischen Entscheidungen des EZB-Rats unterworfen.

Aufgrund dessen hätten sich die EMU-Mitgliedstaaten der Herausforderung einer *internen*, das heißt *nationalen Anpassung* von Zinsen, Preisen, Löhnen und öffentlichen Budgets stellen müssen, anstelle der bisher gewohnten Praxis externer Anpassung durch Abwertung der nationalen Währung. In vielen Euro-Mitgliedstaaten war die absichtliche oder in Kauf genommene Abwertung der eigenen Währung sowie die fortwährende Kumulation öffentlicher Schulden ein bequemes Mittel, um nationale Strukturdefizite zu kompensieren. Das führte freilich nicht nur zu einem gewissen Verlust an Binnenkaufkraft und Außenwert der Währung, sondern auch zu einem schleichenden Verlust an Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit. Bloßer Kostenwettbewerb bringt letztlich nicht viel. Währungsabwertung sollte als Warnsignal verstanden werden, nicht als gewohnheitsmäßiges Linderungsmittel.

Interne statt externe Anpassung ist faktisch ein Kernelement des Eurodeals, wurde aber zu keiner Zeit offen so dargelegt. Welcher Politiker würde es wagen zu sagen, das eine Kaufkraft-stabile Währung auch damit zu tun hat, nationale Konsumstandards an die nationale Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit anzupassen, statt habituell zur gewohnten Dosis Staatsverschuldung und Währungsabwertung Zuflucht zu nehmen? Außer von einigen Ökonomen, denen man auch vor Gericht kein Gehör schenkte, wurde die Frage der externen vs internen Anpassung noch nicht einmal als Problem anerkannt. Die EWU, wie jede andere Währungsgemeinschaft, kann aber nur funktionieren, wenn die Mitgliedsnationen die Geld- und Währungs-Einheitspolitik der EZB akzeptieren – und dies beinhaltet, die Herausforderung interner Anpassung zu akzeptieren.

### ***Disparitäten und Ungleichgewichte im Euroraum***

Manche Ökonomen gaben zu bedenken, die Disparitäten im Euroraum bezüglich Produktivität, Exportbasis, Wettbewerbsfähigkeit und Einkommen seien zu groß für eine gemeinsame Währung. Disparitäten können ggf ein soziales und politisches Thema sein. Als Kriterium für eine gemeinsame Währung sind Disparitäten

jedoch nicht entscheidend. Alle großen Nationalstaaten wie die USA, China, Indien, Russland, Brasilien weisen eine hochgradige Zentrum-Peripherie-Segregation auf. Die Disparitäten zwischen verschiedenen Regionen dieser Staaten sind oftmals ausgeprägter als in der EU, sodass diese Staaten eigentlich als nicht-optimale Währungsräume gelten müssten. Alle diese Länder haben wiederholt auch schwere Krisen durchlaufen, aber die gemeinsame nationale Währung stand dabei niemals in Frage, außer im Amerikanischen Bürgerkrieg 1861–65. Regionale Disparitäten stellen anscheinend kein grundlegendes Währungsproblem dar.

Ein ähnliches Argument bezieht sich auf außenwirtschaftliche Ungleichgewichte, das heißt, Handelsdefizite und Netto-Kapitalimport einerseits und Handelsüberschüsse und Netto-Kapitalexport andererseits. Wenn solche Ungleichgewichte über eine lange Zeit hinweg zu groß werden, können sie zu einem Problem werden. Finanziell handelt es sich dann um ein Gläubiger-Schuldner Problem. Die Netto-Importländer verstricken sich mit der Zeit in eine chronische Überschuldung, oft auch in Verbindung mit Inflation und Währungsabwertung. Die Netto-Exportländer verstricken sich demgegenüber in eine Situation von Über- oder Fehlinvestment, indem sich die missliche Aussicht eröffnet, dass ihre Auslandsvermögen abwerten oder womöglich ganz abgeschrieben werden müssen.

Im schlimmsten Fall verlieren beide Seiten viel: die Schuldner für lange Zeit ihre Kreditwürdigkeit und viel Kaufkraft (Lebensstandard), die Gläubiger die Kapitalfrüchte ihrer Arbeit für den Export. Solange es läuft, beneidet man die Exportnationen um ihre guten Geschäfte; wenn es aber nicht mehr läuft, sind die Exportnationen die Dummen, die für andere umsonst gearbeitet haben. Daher charakterisiert der US-Ökonom Wray die habituelle Defizit-Politik seines Landes auf der Grundlage des US-Dollarprivilegs als 'beggar thy neighbor'-Strategie.<sup>2</sup>

Völlig ausgeglichene Handels- und Kapitalströme gibt es praktisch nicht. Daher waren Außenbilanzen zu Beginn der Währungsunion kein Thema, zurecht nicht, denn solche Ungleichgewichte sind nicht per se ein Währungsproblem, sowenig wie regionale Disparitäten. Seit jedoch 2010–12 die Krise einsetzte, sind Nettoimport- und Schuldner-Länder schnell damit bei der Hand, die Schuld an der Eurokrise den Netto-Exporteuren von Gütern und Kapital zuzuschieben – als würden Export und Import nicht zusammen gehören und *zwei* Seiten des Problems darstellen. Unter gewöhnlichen Wirtschaftsbedingungen hat niemand anders eine nationale Überschuldung zu verantworten als die betreffende Nation selbst. Gleiches gilt für die Risiko-Überexposition der Wirtschaft von Netto-Exportländern, die an chronische Defizitländer liefert und womöglich auch noch deren Schulden finanziert.

---

<sup>2</sup> L. Randall Wray 2012: Modern Money Theory, New York/London: Palgrave, 218.

Saldenmechanische Überlegungen spielen in diesem Zusammenhang eine ungu- te Rolle, richtiger gesagt, die missbräuchliche Interpretation von überschüssigen und defizitären Salden. Saldenmechanik ist eine Art von Form makroökonomi- scher Buchhaltung, meist unter Zugrundelegung eines aggregierten Modells des privaten, öffentlichen und Außensektors einer nationalen Ökonomie. Bei Bedarf lässt sich das weiter untergliedern.<sup>3</sup> Die Belastung eines Sektoren-Kontos und eine entsprechende Gutschrift auf einem anderen Sektoren-Konto bilden einen paarweisen Eintrag wie bei der doppelten Buchführung. Von daher addieren sich alle paarweisen Einträge sowie der Gesamtsaldo aller Konten auf null. So weit, so gut.

Das unguete Element kommt ins Spiel, wenn bestimmte Salden im Interesse ein- seitiger politischer Parteinahme willkürlich ausgelegt werden, zum Beispiel in der Weise, Defizite des öffentlichen Sektors seien irrelevant da ihnen Einkommen und Vermögen des privaten Sektors gegenüber stünden; oder, die ständigen Überschüsse von Exportnationen würden andere Nationen in das Joch chroni- scher Außenwirtschafts-Defizite zwingen. Das sind methodologische Kurzschlüs- se. Es wäre wohl eine stimmigere Arbeitshypothese, davon auszugehen, dass chronische Defizite und Schulden auf dem einem Konto zu chronischen Kapital- überschüssen auf anderen Konten beitragen. Unabhängig davon: Salden zeigen ein Ergebnis, erklären es aber nicht. Den aggregierten Resultaten kann nicht entnommen werden, wer wann und warum welche Geschäfte eingegangen ist und diese wie finanziert hat.

Verfestigte und zu große Außenbilanz-Ungleichgewichte *sind* ein Problem wie jede andere Konstellation von Überschuldung und Risiko-Überexposition. Einem Schuldnerland kann daraus eine Währungskrise erwachsen, wenn die Währung abwertet und die Last von Auslandschulden dadurch noch zunimmt. Innerhalb des Euro ist das nicht möglich. Gleichwohl war der Zusammenhalt der Gemein- schaftswährung von dem Moment an bedroht, als 'systemisch relevante' Banker, zunächst vor allem aus Frankreich und Deutschland, übers Wochenende angst- einjagende Telefonanrufe tätigten. Sie wollten ihre gefährdeten Kreditforderun- gen, Staatsanleihen und sonstigen Aktiva durch Interventionen der Regierungen und der Zentralbank gerettet haben, und auch die besonders exponierten Schuldner-Regierungen riefen nach Bailouts, um eine faktische Staatsinsolvenz zu verhindern, und um eine interne nationale Anpassung der Niveaus von Löhnen, Preisen, Zinsen, Steuern und Staatsausgaben so weit wie möglich zu vermeiden.

---

<sup>3</sup> Wolfgang Stützel 1958: *Volkswirtschaftliche Saldenmechanik. Ein Beitrag zur Geldtheorie*, Tübingen: Mohr Siebeck, Nachdruck 2. Aufl. 2011. - Wynne Godley / Marc Lavoie 2007: *Monetary Economics. An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, London: Palgrave.

### *Exkurs: 'Exportweltmeister' Deutschland*

Was speziell Deutschland angeht, machte sogar Chr. Lagarde, damals Finanzministerin Frankreichs und später Chefin des IWF, das Land für die Eurokrise verantwortlich. Deutschland halte angeblich Löhne und Konsum zu niedrig, um besser ans Ausland verkaufen zu können, kaufe dort im Gegenzug aber zu wenig. In dieser Weise Foulspiel zu unterstellen, ist schon ein starkes Stück, zumal aus dem Mund der Repräsentantin einer Nation, für die merkantilistische Politik seit Jahrhunderten gleichsam zum Kulturerbe gehört.

Zunächst einmal ist festzustellen, dass nur ein gutes Drittel der deutschen Überschüsse im Handel mit Euroländern entsteht, der weitaus größere Rest kommt aus dem Handel mit Nicht-Euroländern und Nicht-EU-Ländern wie zum Beispiel den USA. Der Export-Import-Koeffizient beträgt im Handel mit Euroländern 1,21 und liegt damit niedriger als die 1,26 im Handel mit Nicht-Euroländern.<sup>4</sup>

Westdeutschland war schon seit 1952 ein Nettoexporteur. Bis zur Eurokrise hat niemand dem Land daraus einen Vorwurf gemacht. Selbst wenn dem nicht so wäre: Von einem Anbieter zu erwarten, weniger zu verkaufen obwohl Nachfrager mehr kaufen wollen, ist unternehmerisch widersinnig und vermutlich eine ziemliche Scheinheiligkeit. Was sollte Deutschland noch mehr nachfragen? Woran liegt es, wenn zwischen Regionen und Nationen Wertschöpfungs-asymmetrische Handelsbeziehungen bestehen?

In den 1990ern und zu Beginn der Währungsunion gehörten Deutschlands Lohnstückkosten noch zu den höchsten weltweit. Zugleich hatte das Land die hohen Kosten der Wiedervereinigung zu tragen. Ein kaputt gewirtschaftetes Land musste auf die Höhe der Zeit gebracht werden und aus nationalpolitischen Gründen sollte der östliche Lebensstandard (für 20% der Gesamtbevölkerung) möglichst an den westlichen herangeführt werden. Während dieser Zeit, die Konversionsbedingt eine hohe Arbeitslosigkeit im Osten mit sich brachte, zogen die Gewerkschaften eine Stabilisierung der Beschäftigungslage kräftigen Lohnerhöhungen vor. Ein Gefühl 'nicht genug zu konsumieren' hatte dennoch niemand (in einer Zeit allgemeinen Massenkonsums ohnehin ein etwas seltsamer Vorwurf). Im Ergebnis war das deutsche Wirtschaftswachstum während etwa 15 Jahren Wiedervereinigung mit das niedrigste in den altindustriellen Ländern und mancher auswärtige Kommentator fand durchaus Gefallen daran, Deutschland als den 'kranken Mann' Europas hinzustellen.

Auf der anderen Seite hat kaum jemand das Lohn- und Konsumniveau in ausgeprägten Defizit- und Schuldenländern als unrealistisch hoch bewertet. Tatsache ist jedoch, dass betreffende Länder eine wachsende Schuldenaufnahme einer

<sup>4</sup> <http://de.statista.com/statistic/daten/studie/77151/umfrage/deutsche-exporte-und-importe-nach-laendergruppen>.

internen Anpassung vorzogen. Löhne, Renten und andere Kosten des Lebensunterhalts wurden durch zusätzliche öffentliche und private Schulden finanziert statt aus tatsächlichen Erlösen und Steuereinnahmen. Fast alle altindustriellen Länder haben das gemacht, aber manche in größerem Umfang, andere doch etwas zurückhaltender.

### ***Fortbestehende nationale Muster. Divergente Vorstellungen zur Geld- und Fiskalpolitik***

Wenn Disparitäten und Ungleichgewichte nicht per se ein Problem für eine Währungsunion darstellen, so muss es dafür andere Gründe geben. Ein offensichtlicher Grund – der von der ökonomischen Theorie optimaler Währungsräume verkannt wird – sind fortbestehende nationale Identitäten, einschließlich divergenter Muster politisch-ökonomischen Verhaltens.

Eine nationale Währung kann trotz nicht-optimaler Faktormobilität, regionaler Disparitäten und Ungleichgewichte Bestand haben durch das einende Band einer gemeinsamen nationalen Identität, durch das Empfinden, zur Gemeinschaft der Bürger eines Staates oder einer Gemeinschaft von Staaten zu gehören. Dazu gehören politische und kulturelle Gemeinsamkeiten, von der Sprache, Lebensweise, Erziehung, Mentalität und Verhaltensweisen über arbeitsweltliche Gepflogenheiten und Regelungen bis zur sozialen Sicherheits-, Gesundheits- und Transferpolitik, Einkommens- und Steuerpolitik.

Von besonderer Relevanz für den Euro sind divergente nationale Auffassungen zur Geld- und Fiskalpolitik. Die bestimmenden Präferenzen bewegen sich zwischen lockerem versus stabilem Geld, einer Präferenz für eine Defizit- und Schulden-permissive Politik versus eine Schulden-averse Politik ausgeglichener Haushalte, einer Geldpolitik im Interesse der jeweiligen Regierung versus unabhängigen Zentralbanken, einer Akzeptanz höherer Inflation versus Akzeptanz nur für geringe Inflation, einer Hinnahme einer Weichwährungs-Situation versus einer Präferenz für eine stabile starke Währung. Solche konträren Orientierungen bestimmen die politische Landschaft innerhalb jedes Landes, und ebenso charakterisieren sie komparative Unterschiede zwischen den Nationen. Im Hinblick auf den Euro ist es ein offenes Geheimnis, dass die divergenten geld- und fiskalpolitischen Einstellungen zu einer Nord-Süd-Kluft in der Währungsunion geführt haben.

Die Nord-Süd Formel ist sicherlich eine Vereinfachung, mag hier als solche aber angehen, um wiederkehrend leicht abgewandelte Auflistungen der verschiedensten Euroländer zu vermeiden. Grundsätzlich haben nicht nur Länder wie Zypern und Griechenland, Italien, Spanien, Portugal, teils auch Frankreich und Belgien, sondern tatsächlich fast alle altindustriellen Länder ähnliche Strukturprobleme

mit ungesunden Finanzen, Überschuldung und einem Mangel an Reformfähigkeit und wirtschaftlicher Dynamik. Gleichwohl gibt es diesbezüglich erhebliche Unterschiede.

Unabhängig davon betrachtet man heute Geld- und Fiskalpolitik zumeist als ein Tandem im Dienst der Wirtschaftspolitik. Von einem solchen Tandem-Standpunkt aus scheint es, als müsse eine Gemeinschaftswährung um eine Gemeinschaftspolitik bezüglich Steuern, Budgets und Staatsverschuldung ergänzt werden. Die Mitgliedstaaten der EWU zeigten jedoch von vornherein keine Bereitschaft zu einer gemeinschaftlichen Fiskalpolitik. Bürger und Politiker sind nun einmal zuerst und vor allem Bürger ihres Heimatlandes. Als Bürger der EU fühlen sie sich, wenn überhaupt, erst in zweiter Linie.

Als Ersatz für die vermeintlich fehlende gemeinsame Fiskalpolitik wollten sich die künftigen Europartner ein gewisses Maß an Haushaltsdisziplin in Form der Euro-Konvergenzkriterien auferlegen, besser bekannt als Maastricht Kriterien von 1991–93. Darin wurden kritische Schwellenwerte festgelegt, 3% für das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit, 60% des BIP für die Staatsschuld, sowie eine kurz- und langfristige Inflationsrate nicht über 1,5 bzw 2,0 Prozent des Durchschnitts der drei EU Länder mit der niedrigsten Inflation. Diese Zahlen spiegelten die Lage zu jener Zeit wider. Eine wissenschaftliche Fundierung gibt es dafür bis heute nicht.

Ein weiteres Element zur Stärkung der Fiskaldisziplin sollte die No-Bailout Regel des Lissabon Vertrags sein. Art. 125 AEUV besagt: 'Die Union haftet nicht für die Verbindlichkeiten ... von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein. ... Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten ... eines anderen Mitgliedstaats.' Dieser Artikel bedeutet zugleich eine faktische Übereinkunft über die Abtretung der monetären Hoheitsrechte an die Währungsunion, einschließlich der Option einer willentlichen Währungsabwertung. Dies beinhaltet seinerseits faktisch die Bereitschaft, gegebenenfalls einen Zwang zu interner nationaler Anpassung anzuerkennen und keine Finanzhilfe von außen zu erwarten.

Der Euro war ein politisches Projekt, wurde der Öffentlichkeit jedoch als ökonomisches Vorhaben präsentiert, dem mancherlei Vorteil zugeschrieben wurde, zum Beispiel verringerte Transaktionskosten, erleichterter Handel, erhöhte Preistransparenz, Stärkung des gemeinsamen Marktes, ebenso die Etablierung des Euro als globaler Handels-, Finanz- und Reservewährung alternativ zum Dollar. Derartige Erwartungen waren nicht ganz aus der Luft gegriffen. Die EWU repräsentiert 19 von 27 EU-Staaten (ohne Britannien). Der Geldbestand von 11,1 Billionen Euro (M2 Ende 2015) entspricht in etwa den 12,3 Billionen US-Dollar zur gleichen Zeit.<sup>5</sup> Auch wurde der Euro zu einer bedeutenden Handelswährung, auf

---

<sup>5</sup> Bundesbank Monatsberichte, Statistischer Teil, Tab. II.2. – Federal Reserve of St. Louis, FRED Economic Data, <https://fred.stlouisfed.org/series/M2>.

die 25% der grenzüberschreitenden Zahlungen entfallen. Dagegen nahm der Anteil des Euro als zweitgrößter Reservewährung zuletzt ab, und als Finanzwährung, zum Beispiel bei Verbriefungen, konnte der Euro außerhalb der Währungs-gemeinschaft keine nennenswerte Rolle erlangen. Die Erwartungen an den Euro waren anscheinend doch etwas zu hoch geschraubt.

### **Die Eurokrise ist eine Banken- und Schuldenkrise – die zu einer Währungs-krise stilisiert wurde**

Von 2000 bis 2008/09 schienen die Indikatoren den Euro-Optimisten recht zu geben. Nach anfänglichen Kursverlusten gegenüber dem Dollar und anderen Währungen legte der Euro beständig zu. Eine ausgeprägte Konvergenz zu einer immer niedrigeren Verzinsung von Staatsanleihen schien die erhoffte Finanz- und Wirtschaftsintegration im Euroraum zu bestätigen. Der einzige Wermutstropfen war eine teilweise Verteuerung bei der Euro-Bargeldeinführung 2002. Händler und kleine Firmen nutzten die Gelegenheit der Preisumstellung zum Euro für Preisaufschläge.

Die vermeintliche Konvergenz zwischen den Euroländern erwies sich als eine Illusion. Die Finanzmärkte, speziell was Staatsanleihen und Immobilienfinanzierung angeht, hatten sich auf ein großes Marktversagen eingelassen, vor allem in Form der Niedrigzins-Konvergenz auf Staatsanleihen der Euroländer, ungeachtet der tatsächlichen Wirtschafts- und Finanzstärke eines Landes, seiner Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit, und seiner öffentlichen und privaten Verschuldungsniveaus. Die Märkte glaubten den Euro-Befürwortern und wetteten darauf, dass die bisherigen Schwachwährungsländer sich den Starkwährungsländern angleichen würden. Über die Jahre erwies sich das als verfehlt, hatte dann aber bereits jene unrealistische Zinskonvergenz der Staatsanleihen in der EWU mit sich gebracht. Das Ergebnis war eine öffentliche, teils auch private Schuldenblase anstelle von Bemühungen, Strukturdefizite durch wirtschaftliche Umstrukturierungen und politische Reformen zu beheben.

Die Schuldentour der Regierungen wurde durch eine entsprechende Ausweitung von primärem Bankenkredit und sekundären Kapitalmarktanlagen finanziert. Gleichzeitig trugen dieselben Banken und institutionellen Anleger in hohem Maß dazu bei, die Subprime Housing Bubble in den USA und die Immobilienblasen in Irland, Spanien und anderen Orten zu finanzieren.

Die US Subprime Blase platzte zuerst, 2007–08, gefolgt von den Immobilienkrisen in Irland und Spanien. Man nannte das eine Finanzkrise. Genauer gesagt war es eine transatlantische Bankenkrise als Folge der Subprime- und Immobilienkrise. Danach erst setzte in den Jahren 2010–12 die Eurokrise ein. Diese war zunächst nichts weiter als eine Staatsschuldenkrise in einer Reihe von Euroländern, ausge-

löst durch die zuvor einsetzende Bankenkrise.<sup>6</sup> Aufgrund der Subprimekrise erlitten viele Banken große Verluste auf Immobilienkredite, Immobilien-besicherte Wertpapiere und Immobilien-bezogene Kreditausfallversicherungen. Da es unklar war, welche Banken davon wie weit betroffen waren, hörten alle Banken auf, einander Geld (Zentralbank-Reserven) zu leihen. Der Interbankenmarkt, unabdingbar für den bankensektoralen Ausgleich von Zahlungs-Überschüssen und –Defiziten, kam zum Erliegen. Mit der Nicht-Rettung von Lehman Brothers und dem Zusammenbruch des Kreditausfallversicherers AIG stand das Schreckgespenst eines Totalzusammenbruchs ('Kernschmelze') des Banken- und Finanzsektors im Raum und damit der Sachzwang, alle irgendwie bedrohten Banken durch sofortige Interventionen der Zentralbanken und Regierungen retten zu müssen.

Die Rekapitalisierung der Banken durch die Regierungen führte zu einem neuerlichen Schub an Staatsverschuldung, prototypisch in Irland und Spanien. Die meisten altindustriellen Staaten waren zuvor schon überschuldet und in ein Stadium der anhaltenden Schuldenfortschreibung eingetreten, das heißt, alte Schulden wurden durch noch mehr neue Schulden ausgeweitet. Auf diese wurden zwar noch Zinsen gezahlt, aber getilgt wurde unterm Strich schon lange nicht mehr. Dieser Trend war schon durch den langfristigen allgemeinen Zinsrückgang seit den späten 1980ern begünstigt worden.

Der zusätzliche Schub an Staatsschulden wiederum ließ bei den Banken und institutionellen Anlegern plötzliche Zweifel an der Bonität bestimmter Schuldnerstaaten aufkommen. Die Banken, die sich von den Euro-Regierungen retten ließen, bedankten sich nun dafür, indem sie die Anleihen einer Reihe der schwächeren Eurostaaten umgehend hängen ließen. Quasi über Nacht kam es zu einer Neubewertung der Kreditwürdigkeit der betroffenen Regierungen. Die Anleihekurse gingen steil bergab, die Anleihezinsen steil bergauf.

Dies führte zu einer zweiten Phase der Bankenkrise, nun infolge drohender und teils bereits eintretender Verluste auf Staatsschulden. Von den Regierungen, die von der plötzlichen Neubewertung ihrer Kreditwürdigkeit getroffen wurden, drohten Zahlungsausfälle. Faktisch war dies das teilweise Platzen der Staatsschuldenblase der zurückliegenden Jahrzehnte. Die Nord-Süd Divergenz der Eurozone trat offen zutage, mit den betroffenen Schuldnerstaaten im Süden, und

---

<sup>6</sup> Encompassing analyses of the transatlantic financial crisis are given in Wolf, Martin 2014: *The Shifts and the Shocks. What we've learned from the financial crisis and have still to learn*, London: Allen Lane. - Turner, Adair 2015: *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press. - Financial Crisis Inquiry Committee 2011: *Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, Washington, DC: US Government Printing Office, January 2011. – Peukert, Helge 2012: *Die große Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise*, 4. überarb. Auflage, Marburg: Metropolis.

den betroffenen Gläubigerbanken und nachfolgenden Gläubigerregierungen überwiegend im Norden.

Anstatt die Blase der Staatsanleihen und die Krise der Staatsschulden im Euro-Süden den Märkten zu überlassen, speziell den Gläubigerbanken und Schuldnerregierungen, verlegten sich Finanzwelt und Politik auf eine Rhetorik des Weltuntergangs. Dieser sei nur zu vermeiden, wenn die nördlichen Eurostaaten den südlichen Regierungen sofort zu Hilfe eilten. Der Öffentlichkeit wurde gesagt, der Euro stünde auf dem Spiel, und mit ihm gleich die EU. Ob es sich hierbei um eine Panikattacke oder Kaltschnäuzigkeit handelte, so oder so führte es zu denselben problematischen Folgen.

Die Banken- und Schuldenkrise in der EU hätte nicht zu einer Euro-Währungs-krise stilisiert werden brauchen. In den USA sind seit den 1840er Jahren einzelne Bundesstaaten immer wieder einmal zahlungsunfähig geworden, aber eine Dollarkrise hat es deswegen nie gegeben. Der Grund liegt darin, dass es in den USA, nach anfänglich ähnlich schwierigen Erfahrungen wie heute im Euroraum, seit den 1840ern eine No-Bailout-Regel gibt, die seither auch strikt eingehalten wird. Weder Gläubigerbanken noch Schuldner-Bundestaaten kommen auf die Idee, sie könnten doch schnell mal von den anderen Bundestaaten gerettet werden.

Im Euro dagegen, sobald die Rhetorik der Eurokrise etabliert war, entstand diese Krise überhaupt erst infolge der neonationalistischen Konfrontation zwischen dem Finanzhilfe leistenden Norden und dem diese Unterstützung erfahrenden Süden. Dabei steht hinter der zwischenstaatlichen Rettungspolitik immer noch eine ungelöste, aber verschleppte Banken- und Schuldenkrise.

### **Krisenmanagement von Seiten der Regierungen. Der Euro-Sündenfall: Bruch der No-Bailout-Regel und Widerstand gegen interne Anpassung**

Euro-Regierungen und EZB haben seit 2008 eine Reihe von Maßnahmen ergriffen. Was die Euro-Regierungen angeht, waren dies folgende:

- allgemeine Staatsgarantien für Verbindlichkeiten der Banken
- Rekapitalisierung insolventer Banken
- Bildung staatsfinanzierter Bankenrettungsfonds
- Bildung staatlicher *Bad Banks*, auf die private Geschäfts- und Investmentbanken einen Teil ihrer toxischen Wertpapiere und faulen Kredite abladen konnten.

Mit diesen und ähnlichen Maßnahmen unterstrichen die Regierungen ihre Rolle als Geld- und Banken-Garantiegeber letzter Instanz im heutigen Zentralbankgestützten und staatlich gewährleisteten privaten Giralgeldregime.

Als ab 2010–12 die Staatschuldenkrise in den südlichen Euroländern einsetzte, kamen die EZB und die nationalen Regierungen strauchelnden Banken und Anlegern erneut zu Hilfe, ebenso wie diesmal auch den vom Wertverfall bedrohten

Staatsanleihen und den Regierungen, die diese Anleihen begeben hatten. Ihnen drohte die Zahlungsunfähigkeit infolge der Probleme, alte Schulden weiterhin durch neue zu bedienen. Zu den zwischenstaatlichen Hilfen gehörten:

- bilaterale Notkredite
- multilaterale länderspezifische Rettungspakete
- gefolgt von den eigens geschaffenen Bailout-Einrichtungen der EU in Form des EFSF (European Financial Stability Facility) und des EFSM (European Financial Stability Mechanism), beide seit 2010, nachfolgend ersetzt durch den
- ESM (European Stability Mechanism) in 2012. Aufgrund eines speziellen Beschlusses unterstützen diese Institutionen finanziell nicht nur nationale Regierungen, sondern auch Banken in den betreffenden Ländern.

Wie im Fall Griechenland begonnen, beinhalten ESM-Rettungspakete die systematische Zusammenarbeit mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF). Die nördlichen Gläubiger-Regierungen erhofften sich davon eine bessere Akzeptanz der Konditionalität der Rettungspakete – was sich als eine weitere Illusion erwies. Zu den fraglichen Konditionen gehörten außer den Zinsen und Laufzeiten der Rettungskredite auch die üblichen Elemente einer Sparpolitik (Austerität) wie reduzierte Staatsausgaben (für Gesundheit, Renten, Sozialtransfers, Firmen-Subventionen, öffentliche Investitionen), Auferlegung höherer Steuern, und der Verkauf öffentlicher Unternehmen und Infrastrukturen an private Investoren, praktisch meist aus dem Ausland. Der Zweck solcher Maßnahmen ist die Freisetzung von Mitteln für den Schuldendienst, nicht die wirtschaftliche Gesundung eines betreffenden Landes. Als Kontrollorgan für die Umsetzung der Rettungsprogramme wurde die Troika installiert, bestehend aus Vertretern der EU Kommission, der EZB und des IWF.

Im Zuge der Entfaltung der Banken- und Schuldenkrise legten die Regierungen und die Zentralbanken ein Verhalten an den Tag, das sich um die Gesetzeslage wenig kümmerte. Die Maastricht-Kriterien wurden bei Bedarf beiseite geschoben, angefangen schon vor der Krise mit den Regierungen Chirac (Frankreich) und Schröder (Deutschland) in 2003. Während der Verhandlungen in den 1990ern hatte Deutschland auf eine strikte Festlegung betreffender Zielgrößen insistiert, sozusagen auf zwei Stellen hinterm Komma, recht zur Belustigung der Franzosen. Sie gaben dem deutschen Finanzminister Waigel den Spitznamen 'Monsieur drei Komma null'.

Ein anderes Beispiel ist der Art. 123 (1) AEUV. Er verbietet die Finanzierung von Regierungsausgaben durch die Zentralbank. Art. 123 (2) dagegen erlaubt der EZB Offenmarktkäufe von Staatsanleihen, wohl im Sinn geldpolitischer Feinsteuerung. Im Lauf der Krisenjahre wurde letzterer Artikel durch die Politik des Quantitative Easing (QE) der EZB extrem überdehnt, sodass darüber faktisch eine mas-

sive Monetisierung von Staatsschulden, inzwischen auch privater Schulden, erfolgt.

Das schlagendste Beispiel jedoch ist die ungenierte Missachtung des No-Bailout-Artikel 125 AEUV. Sämtliche der oben angeführten Krisenmaßnahmen der Regierungen sind nichts anderes als Bailout, das zwischenstaatliche Einstehen für einzelstaatliche Verbindlichkeiten, zunächst eher situativ, dann in systematischem Arrangement, und somit in institutionalisiertem Bruch des Art. 125 AEUV.<sup>7</sup> In die ESM Statuten hat man einen Passus eingefügt, der Bailout durch den ESM legalisiert. Anscheinend nimmt diese Art Gesetzgebung sich selbst nicht sonderlich ernst. Interessiert hat es ohnedies kaum jemanden. Das machte es allen Beteiligten leichter, zu verdrängen dass sie mit der Suspendierung der No-Bailout-Regel eben die Eurokrise besiegelten die zu verhindern sie vorgaben.

Bald sprachen sich alle für Rettungs-Maßnahmen aus, zuerst und fortlaufend die Banken und anderen Anleger. Sie wollten ihre Verbindlichkeiten staatlich gewährleistet oder verringert sehen (letzteres etwa durch Bail-in) und ihre faulen Kredite und bedrohten Wertpapiere gestützt oder von Regierungsstellen und der EZB übernommen haben. Die betroffenen Schuldner-Staaten drängten ohnedies darauf, 'gerettet' zu werden. Schließlich wurde die Bailout-Politik auch für die nördlichen Gläubigerstaaten zu einem routinierten Prozess. Indem sie sich in die Rolle der Gläubiger in einer faktischen Haftungsgemeinschaft begeben hatten, sind sie seither in einer Bailout-Falle gefangen, die zu fortgesetzten neuen Bailouts zwingt, um einen Zahlungsausfall von Schuldnerstaaten zu vermeiden und damit den Verlust der hunderte von Milliarden Euro, die in den Bailout-Programmen nun auf dem Spiel stehen.<sup>8</sup>

### **Die Ergebnisse der Regierungs-Interventionen: Krisenverschleppung, Bailout statt interne Anpassung, neonationalistische Konfrontation**

Angeblich diene die Bailout-Politik der Erhaltung des Euro und der EU. In Wirklichkeit diene sie vor allem der Rettung der Banken, danach auch der Stützung der Staatsanleihen bzw Staatsschulden, um einem Übergreifen der Schuldenkrise auf den die nördlichen Euroländer vorzubeugen. Die Banken- und Schuldenkrise wurde damit freilich nicht überwunden, sondern buchstäblich prolongiert. Die im Verlauf auftretenden Zerwürfnisse zwischen Gläubiger- und Schuldnerländern stellen sich nun in der Tat als Eurokrise dar.

Die entscheidende Ent-Ankerung war das handstreichartige Übergehen der No-Bailout-Regel, einem tragenden Pfeiler, wenn nicht sogar dem Hauptpfeiler der Währungsunion. Damit kam auf Seiten der Gläubiger (Banken ebenso wie Regie-

<sup>7</sup> Tobias Popović/Michael Kalff 2015: Eurokrise ohne Ende? In: horizonte 46, Okt 2015, 48–53, 50.

<sup>8</sup> Die Sackgasse der unhaltbaren Sachzwänge der Euro-Rettungspolitik, sowohl was die Regierungen als auch die EZB angeht, ist detailliert dargelegt in Hans-Werner Sinn 2014: *Gefangen im Euro*, München: Redline.

rungen) die Weigerung zum Ausdruck, die betreffenden Kreditrisiken zu tragen, sowie auf Seiten der Schuldnerstaaten die Weigerung, ihre ökonomischen Verhältnisse intern anzupassen. Was die Banken- und Schuldenkrise zu einer Krise des Euro machte, war in der Tat die kombinierte Zurückweisung der Prinzipien des No-Bailout und der internen Anpassung.

Die damit geschaffene Situation ist in mindestens drei Punkten unhaltbar. Erstens wurde die Krise verschleppt statt gelöst. Zugegebenermaßen hatte man sich zwischen zwei großen Übeln zu entscheiden, und das auch noch schnell: Finanzkatastrophe sofort, oder von nun an fortgesetzte zwischenstaatliche Bailouts, exzessives Quantitative Easing, Niedrigst- und Negativzins und andere Mittel der finanziellen Repression.<sup>9</sup> Vor einer solchen Wahl zwischen einem Ende mit Schrecken oder einem Schrecken ohne Ende liegt Politikern letzteres wohl näher, umso mehr als ein Totalzusammenbruch des Banken- und Finanzwesens auch die politischen und sozialen Verhältnisse destabilisiert – was ein Schrecken ohne Ende auf Dauer freilich auch tut.

Infolgedessen, und zweitens, haben alle Regierungen die jeweilige nationale Bankenindustrie vor dem Kollaps bewahrt, in vielen Fällen jedoch ohne die betreffenden Banken nachhaltig saniert zu haben. In dieser Hinsicht liefern Italiens Banken ein Beispiel dafür, wie man die durch Stützungsmaßnahmen für Staatsschulden gewonnene Zeit nicht genutzt hat.

Drittens hatten die finanziell weniger gefährdeten Regierungen begonnen, den schwächer positionierten Euroländern zwischenstaatliche Finanzhilfe zu leisten (Bailout), direkt sowie indirekt über den ESM und seine Vorläufer. Damit haben die Regierungen die Banken und institutionellen Investoren gleichsam aus der Gefechtslinie genommen und sich selbst dorthin gestellt. Anstatt dass Gläubigerbanken und Schuldnerländer sich miteinander herumschlagen, findet die Konfrontation seither zwischen nördlichen Gläubiger-Regierungen und südlichen Schuldner-Regierungen statt. Unvermeidlicherweise wurden die Bailout-Programme mit Konditionen versehen, einschließlich Sparmaßnahmen, die den 'geretteten' Euroländern auferlegt wurden. Dies hat unvermittelt zu heftigen und zunehmend neonationalistischen Feindseligkeiten der Schuldnerstaaten gegenüber den Gläubigerstaaten geführt.

Ein anderer Grund für die Zerwürfnisse im Zusammenhang des Staatsschulden-Bailouts, war das Versäumnis, bei der Gründung der Währungsunion nicht klar und eindeutig das Prinzip der internen Anpassung verankert zu haben. Dieser

---

<sup>9</sup> Carlos F. Diaz-Alejandro 1984: *Good-bye financial repression, hello financial crash*, Kellogg Institute, working paper #24, August 1984. – Carmen M. Reinhart / M. Belen Sbrancia 2015: *The Liquidation of Government Debt*, International Monetary Fund, Working Paper wp/15/07. – Jeremy Smith 2004: Financial repression – myth, metaphor and reality, *Open Democracy UK*, 3 March 2014, [www.opendemocracy.net/ourkingdom/jeremy-smith/financial-repression-myth-metaphor-and-reality](http://www.opendemocracy.net/ourkingdom/jeremy-smith/financial-repression-myth-metaphor-and-reality).

Dreh- und Angelpunkt des Eurodeals blieb unausgesprochen, falls er den Europolitikern überhaupt gewärtig war. Viele altindustrielle Länder hatten sich daran gewöhnt, sich mithilfe wiederkehrender externer Anpassung durch Währungsabwertung durchzuwursteln. Als jahrzentelange Praxis wurde dies wohl nirgends so routiniert betrieben wie von den südlichen Euroländern, in diesem Fall einschließlich Frankreich und anderen EU-Staaten, sowie, nebenbei bemerkt, von den USA.

Nach ihrem Beitritt zur EWU unternahmen die betreffenden Staaten keine erkennbaren Anstrengungen, von externer zu interner Anpassung überzugehen, umso weniger unter den einsetzenden Bedingungen spottbilliger Staatsverschuldung. Als im Zuge dessen die betreffenden Staaten sich in eine zunehmende Überschuldung verstrickt hatten und die Ratingagenturen und Finanzmärkte inmitten der Banken- und Schuldenkrise die Kreditwürdigkeit betreffender Staaten massiv herabstufte, dachten diese nicht daran, selbst Konsequenzen aus der Misere zu ziehen, in die sie sich gebracht hatten. Stattdessen erwarteten sie externe Finanzhilfe, von der sie anscheinend annahmen, diese käme als fortwährender Akt bedingungsloser 'Solidarität'.

Enttäuschung und nationalistische Entrüstung waren entsprechend groß als die Gläubigerländer und die Troika einforderten, was Gläubiger nun einmal zu fordern haben: auf Zins- und Tilgungszahlungen insistieren sowie Austerität auferlegen im Interesse des geforderten Zahlungsflusses. Die politische Rhetorik der 'Rettung' und 'Hilfe' verdeckt, dass es sich nicht um selbstlose Unterstützung handelt, noch weniger um ein wirtschaftspolitisches Aufbauprogramm, sondern darum, die Forderungen der Gläubiger sowie die Zahlungsfähigkeit der Schuldner aufrecht zu erhalten.

Ein Gläubiger, der Sparmaßnahmen verlangt im Gegenzug für eine zeitliche Streckung von Zahlungen oder für neue Überbrückungskredite zu günstigeren Konditionen, wird vom Schuldner gleichwohl eher als Peiniger denn als Helfer wahrgenommen. Im Falle der 'rettenden' und 'geretteten' Euroländer war das aufgrund der ins Spiel kommenden nationalistischen Komponente noch stärker ausgeprägt als in privaten Vergleichsfällen. In den Schuldnerländern ist der Bailout gerne als Verschwörung ausländischer Gläubigerbanken und Gläubigerstaaten hingestellt worden, um betreffende Staaten zu demütigen und zu ruinieren. Die Regierungen 'geretteter' Staaten stehen mit dem Rücken zur Wand und unterliegen der Versuchung, die Situation politisch im Sinn einer solchen Interpretation für sich zu instrumentalisieren. Wer wofür all die Schulden gemacht hat, bleibt dagegen unthematziert.

### **Was man hätte wissen können: Es liegt am Geldsystem**

Geschah die Banken- und Staatsanleihen-Rettung aus bloßem Eigeninteresse der Gläubiger, oder gab es dafür noch weitergehende Gründe? Es gab sie, und zwar fundamental.

Im heutigen Geld- und Bankensystem entsteht alles Geld zunächst als Bankenkreditgeld, als Gutschrift auf einem Girokonto. Dieses Giralgeld für bargeldlose Zahlungen ist seit vielen Jahrzehnten zum alles bestimmenden Zahlungsmittel geworden. Es ist eine pro-aktive Schöpfung des Bankensektors, nicht der Zentralbanken, die das Giralgeld nur zum Bruchteil re-finanzieren. Von daher sind das Giralgeld der Bankkunden und die Kontomanagement- und Zahlungsdienste der Banken einerseits und das Darlehens- und Investment-Geschäft der Banken andererseits im heutigen Giralgeldregime untrennbar miteinander verknüpft.

Würde die Bankenindustrie in einer systemischen Krise einen Totalzusammenbruch erleiden, würden nicht nur die Banken selbst untergehen, sondern mit ihnen würden auch ihre Verbindlichkeiten gegenüber ihren Kunden verschwinden, also das Giralgeld, mit dem Firmen, Haushalte und zum großen Teil auch öffentliche Haushalte bezahlen. Das Zahlungssystem käme zum Stillstand und damit jegliche Art von Transaktion. Aus diesem Grund sind nicht nur die großen Banken, sondern faktisch alle Banken 'systemisch relevant'. Ihre Zahlungsdienste und primären Finanzierungsleistungen sind gesamtwirtschaftlich absolut unverzichtbar, und unter den bestehenden Verhältnissen im gegebenen Moment auch unersetzbar. Nicht einmal eine Umstellung auf Bargeldverkehr wäre möglich, da alleine schon der Versuch zum Zusammenbruch der Banken führt. Eben deshalb ist die Rettung der Banken in einer sektoralen Bankenkrise 'alternativlos'. Um das Geld der Bürger und Firmen zu retten, zum großen Teil auch das Geld des Staates, sehen sich Regierung und Zentralbank gezwungen, die Banken zu retten. Das gibt den Banken gerade in einer Krisensituation die nötige Macht, ihrem Willen und ihren Interessen nachzugeben.

Aufgrund der allokativen Macht, die mit einer Kreditvergabe verbunden ist, hat das Bankengewerbe stets mehr Macht ausgeübt als andere Wirtschaftszweige. Was diese Macht heute zusätzlich verstärkt, ist das private Privileg der Banken, unser Geld als Giralgeld zu schöpfen, und damit das gesamte Geldangebot zu determinieren und den gesamten bargeldlosen Publikums-Zahlungsverkehr zu kontrollieren. Das Strukturprinzip dahinter ist die disfunktionale Identität von Geld und Bankkredit. Dies ist seit 200 Jahren bekannt und heftig umstritten gewesen, zuerst in der politischen Kontroverse zwischen der British Currency School und Banking School in den 1830–40er Jahren. Seit den Wachstumsjahren nach dem Zweiten Weltkrieg scheint man dies allerdings vergessen oder absichtlich beiseite geschoben zu haben.

Die System-sensitive Verquickung der Geldschöpfung und des Zahlungsverkehrs mit dem Darlehens- und Investmentgeschäft der Banken ist ein Konstruktionsfehler im heutigen Geld- und Bankensystem. Dieses besteht als privates Giralgeldregime, das von den Zentralbanken gleichsam bedingungslos re-finanziert und von den Regierungen als Geld- und Banken-Garantiegebern letzter Instanz gewährleistet wird.

Im Ergebnis befördert das Giralgeldregime finanzielle und wirtschaftliche Instabilität in Form von Inflation, Asset Inflation, Kredit-, Wertpapier- und Immobilienblasen, Banken-, Schulden- und Währungskrisen, in deren Zusammenhang die Bestands-Unsicherheit des Geldes, sowie aufgrund der überschießenden Kredit- und Schuldenblasen eine Einkommens-Schlagseite zugunsten der Finanzelkommen auf Kosten der Arbeitseinkommen.

Ebenso bewirkt das Giralgeldregime den Verlust einer Geldmengenpolitik der Zentralbanken. An deren Stelle getreten sind ersatzweise und wenig wirksame Versuche einer Geldpolitik durch Zinsmanipulation. Das einzige was eine Zentralbank aber wirklich kann, ist Forderungen und Verbindlichkeiten zu monetisieren und damit nicht nur die Banken in geradezu beliebigem Umfang zu re-finanzieren. Im Krisenfall bedeutet dies nichts anderes, als Kredit- und Schulden Probleme mit noch mehr Krediten und Schulden zu bekämpfen.

Bei der Einführung des Euro war die Geldordnung kein Thema. Diejenigen Banker und Experten, die Bescheid wissen, versuchen das Thema nach Möglichkeit zu tabuisieren. Die meisten anderen schauen einen erst einmal nur verstört an, wenn man sie in dieser Weise anspricht. Dem ist auch deshalb so, weil oft noch überholte Vorstellungen über Geld und Banken vorherrschen, darunter die Finanzintermediär-Theorie der Banken oder das Multiplikatormodell des Giralgeldes auf einer Basis angeblich vor-gegebener Zentralbank-Reservepositionen.<sup>10</sup>

### **Krisenmanagement von Seiten der EZB: vom Versuchsweisen zur Verzweiflungstat**

Von Beginn der Bankenkrise an sind die EZB und andere Zentralbanken ganz in ihrer Rolle als 'Bank der Banken' aufgegangen, als 'lender of last resort' exklusiv für die Banken, und schließlich auch als Aufkäufer von Kreditforderungen und Wertpapieren aus dem Besitz der Banken und institutionellen Geldanleger. Die EZB unternahm alles, um den Euro zu retten – 'whatever it takes', nach der be-

<sup>10</sup> Betreffende Aspekte sind dargelegt in meinem Buch *Monetäre Modernisierung*, Marburg: Metropolis, 5. Auflage, 2016. Ebenso in *Sovereign Money. Beyond Reserve Banking*, London: Palgrave, erscheint vorauss. Oktober 2016. – Ähnliche Inhalte bei Richard A. Werner 2014: Can banks individually create money out of nothing? The theories and the empirical evidence, *International Review of Financial Analysis* 36 (2014) 1–19, wobei jedoch die Giralgeldschöpfung 'aus dem Nichts' unzutreffend überzeichnet und spiegelbildlich dazu die reaktive Rolle der Zentralbanken bei der fraktionalen Refinanzierung des Giralgeld unterschlagen wird, mithin die Existenz des fraktionalen Reservebanking fälschlich in Abrede gestellt wird.

rühmt gewordenen Formulierung von EZB Präsident Draghi. Das war reichlich auslegungsfähig und im genaueren ging es darum, mit allen Mitteln die Banken zu retten. Vor dem Hintergrund der obigen Erläuterungen zum heutigen Giralgeldregime, scheint es freilich einerlei, ob man sagt, das Geld oder die Banken würden gerettet.

Während der Großen Depression nach 1929 hatten die Zentralbanken die Lage unnötig verschlimmert, indem sie an einer Politik des extrem knappen Geldes festhielten. Zum Teil war dies dem obsoleten Goldstandard des 19. Jahrhunderts geschuldet. Dieses Mal sind die Zentralbanken ins andere Extrem hyper-lockeren Geldes gefallen. Im Grunde stehen alle Krisenmaßnahmen der EZB für eine Politik des Quantitative Easing (QE), in allen konventionellen und unkonventionellen Formen.

Als erste Maßnahmen hat die EZB die Mindestreserven von 2% auf 1% der Bankinlagen (Kundengiralgelder) verringert. Der Zinssatz für Hauptrefinanzierungen wurde auf null abgesenkt, für Innertages-Überziehungskredit (Spitzenrefinanzierung) auf 0,25%. Die Bonitätsanforderungen für notenbankfähige Wertpapiere (Sicherheiten für Zentralbankkredit an Banken) wurden wiederholt herabgesetzt.

Durch das LTRO Programm seit 2012, d.h. Long-Term Refinancing Operations mit dreijähriger Fälligkeit, gibt die EZB den Banken auch Kredit mit langfristigen Laufzeiten statt der üblichen Laufzeit von nur einer Woche.

Mit dem TLTRO Programm seit 2014, d.h. Targeted Long-Term Refinancing Operations, bietet die EZB den Banken Laufzeiten bis zu vier Jahren an, unter der Bedingung, dass die Banken Kredite an die Realwirtschaft vergeben.

Im Rahmen der Wertpapierkaufprogramme seit 2015/16 (Asset Purchase Programs) kauft die EZB am offenen Markt Wertpapiere im Umfang von 80 Mrd Euro monatlich, größtenteils Staatsanleihen der Euroländer, daneben auch Schuldverschreibungen anderer öffentlicher Körperschaften, private Vermögensbesicherte Wertpapiere und Pfandbriefe. Bis zum Frühjahr 2016 floss alleine dadurch Liquidität an Banken und andere Finanzakteure im Wert von nahezu einer Trillion Euro.<sup>11</sup>

Zusätzlich zu den Kaufprogrammen der EZB kaufen auch einzelne Euro-Zentralbanken Wertpapiere, überwiegend nationale Staatsanleihen. Das betreffende Programm (ANFA, Agreement on Net Financial Assets) war erst geheim gehalten worden. Als Journalisten dahinterkamen wurde mitgeteilt, ANFA sei 'schwierig zu erklären'. Die Zentralbanken von Italien, Frankreich und Griechenland sind mit Abstand die größten Aufkäufer im Rahmen dieses Programms.

---

<sup>11</sup> EZB, Asset Purchase Programmes, [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html), May 2016.

Insgesamt belaufen sich die ANFA-Aufkäufe auf etwa 500–600 Mrd Euro.<sup>12</sup> Das Eurosystem erlaubt nationalen Zentralbanken außerdem, Banken in ihrem Land ELA-Kredite auszustellen (Emergency Liquidity Assistance). Die ELA-Kredite belaufen sich, variierend, auf mehrere hundert Mrd Euro.<sup>13</sup> Formal tätigt eine Euro-Nationalbank ANFA-Aufkäufe und ELA-Kredite auf eigene Rechnung, in Wirklichkeit letztlich auf Risiko des gesamten Eurosystems.

Das Zahlungssystem der EZB (TARGET2) lässt es zu, dass Zahlungsdefizite einer Euro-Nationalbank an andere Euro-Nationalbanken über den Tag hinaus stehen bleiben und sich mit der Zeit anhäufen. Faktisch bedeutet dieses einen unbegrenzten Swing (Überziehungskredit), den Gläubiger-Nationalbanken den Schuldner-Nationalbanken unfreiwillig einräumen. Die TARGET-Außenstände belaufen sich auf über 800 Mrd Euro im laufenden Jahr 2016.<sup>14</sup>

Über die genannten Kredit- und Kaufprogramme hinaus ist die EZB zinspolitisch dazu übergegangen, die Guthaben der Banken bei Euro-Nationalbanken mit einem negativen Zins zu belasten, 2014 zuerst -0.10%, 2016 bereits -0.40%.

Inzwischen wird laut über 'Helikoptergeld' nachgedacht. Dies bedeutet QE, bei dem das Geld direkt, an den Banken vorbei, an realwirtschaftliche Zwecke gebunden wird, zum Beispiel als Pro-Kopf-Dividende an alle Haushalte, oder als Direktfinanzierung von Staatsausgaben.<sup>15</sup> In der EWU würde dies freilich die Aufhebung oder Neufassung von Art. 123 (1) AEUV bedeuten.

Die hier aufgelisteten Maßnahmen stellen eine Entwicklung dar hin zu immer unkonventionelleren Maßnahmen, man kann auch sagen, Verzweiflungstaten. Die EZB-Bilanz hat sich dabei auf 3 Billionen Euro aufgebläht.<sup>16</sup> In Anbetracht dieser gewaltigen Geldfluten, die in die Banken- und Finanzindustrie injiziert wurden, sind die Ergebnisse letztlich miserabel.

<sup>12</sup> ECB, What is ANFA? [www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa\\_qa.en.html](http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.en.html).

<sup>13</sup> Die EZB weist ELA-Positionen nicht gesondert aus, sondern wirft sie mit anderen Zentralbank-Kreditpositionen zusammen.

<sup>14</sup> Die Problematik der Target-Salden aufgedeckt zu haben, ist das Verdienst von Hans-Werner Sinn. Vgl. u.a. Ders. 2015: The Greek Tragedy, *CESifo Forum*, Special Issue, Munich, June 2015, cf. pp. 4–6. Laufende Zahlen auf <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/233148/umfrage/target2-salden-der-euro-laender>.

<sup>15</sup> Ben Bernanke 2016: What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money, Bernanke's Blog, 11 April 2016, [www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/04/11-helicopter-money](http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/04/11-helicopter-money). – Papers zum Thema Helikoptergeld und anderen Formen der direkten Staatsfinanzierung auf [www.vollgeld.de/monetaere-staatsfinanzierung](http://www.vollgeld.de/monetaere-staatsfinanzierung).

<sup>16</sup> ECB Data Warehouse, May 2016, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=100000129>.

### **Die Ergebnisse der EZB-Interventionen: Krisenverschleppung, Dauer- versagen konventioneller Geldpolitik, finanzielle Repression und monetäre Staatsfinanzierung ohne realwirtschaftlichen Nutzen**

Die von der EZB ergriffenen Maßnahmen haben einen Dominobankrott der Banken und die befürchtete 'Kernschmelze' der Finanzwirtschaft in der Eurozone verhindert. Dieser Erfolg, sofern er denn Bestand haben sollte, wurde nicht nur durch massive Liquiditäts-Spritzen der EZB für die Banken erreicht, sondern ebenso durch finanzielle Repression, also durch Austeritätspolitik sowie durch extrem niedrige bis negative Zinsen infolge QE.

Trotz dieser massiven Interventionen, haben zahlreiche Banken in allen Euroländern immer noch zu kämpfen und würden wohl zusammenbrechen, wenn die Finanzhilfen durch EZB und Regierungen in naher Zukunft beendet würden. Die Bankenkrise ist allenfalls zum Teil überwunden. Für den Rest hängt ein Damoklesschwert über etlichen 'Zombiebanken' nicht nur im Euro-Süden.

Niedrige und negative Zinsen sind eine massive Entlastung der Regierungen und anderer überschuldeter Akteure. Zugleich aber werden sie zu einer Bedrohung für Banken und andere Finanzinstitute, deren Existenz die EZB mit ihrer Desperadopolitik doch angeblich retten will. Die durchschnittliche Zinsmarge, die normalerweise 4–5% betragen hat, war bereits 2014 auf 2% geschrumpft, speziell als Differenz zwischen Sparzins und Hypothekenzins auf 1%, und hat sich in 2016 eher weiter verschlechtert als gebessert.<sup>17</sup> Auch Versicherern, Pensionsfonds, staatlichen Vermögensfonds u.a. entgehen dringend benötigte Zinseinnahmen, und dies gilt ebenso für alle Sparer mit Einlagen bei ihrer Bank, die gegenwärtig allesamt bei null liegen.

Die Wertpapierkäufe der EZB, in Ergänzung der zwischenstaatlichen Bailouts durch EFSM und ESM, haben wirksam dazu beigetragen, den Marktwert von Staatsanleihen zu stützen und den Regierungen eine Schuldenumwälzung zu extrem niedrigen Zinsen, teils sogar Null- und Negativzinsen zu ermöglichen. Aber auch in dieser Hinsicht haben die Maßnahmen überwiegend zu einer Verschleppung, nicht zu einer Verringerung der Staatsschulden geführt, in etlichen Fällen auch zu einer erneuten erheblichen Ausweitung der Staatsschuld.

Die EZB hat sich in eine Sackgasse manövriert. Sobald die Zinsen in Richtung normaler Niveaus ansteigen würden, kämen die meisten überschuldeten Euro-Regierungen sofort wieder unter Druck. Dies würde eine Banken- und Schulden-Nachfolgekrise heraufbeschwören, und in deren Gefolge wohl auch eine neuerliche Verschärfung der Eurokrise, von den damit verbundenen politischen Turbulenzen zu schweigen.

---

<sup>17</sup> Deutsche Bundesbank, Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2014, Monatsbericht September 2015, 43–65, 49.

H.W. Sinn ist ein scharfer Kritiker Draghi's und der EZB-Krisenpolitik:

'Die Entscheidung der EZB, den maroden Banken Südeuropas erneut Kredit ... einzuräumen, beweist einmal mehr, dass die EZB eine Politik der fiskalischen Umverteilung betreibt, um Zombiebanken und eigentlich insolvente Regierungen über Wasser zu halten. ... Das hat mit Geldpolitik nichts mehr zu tun.'<sup>18</sup>

Th. Mayer spricht von einer 'unmöglichen Dreieinigkeit der Bankenpolitik' der EZB:

'erstens sollen die Banken durch mehr Eigenkapital sicherer gemacht werden, zweitens soll die Haftung bei Bankpleiten vom Steuerzahler auf Aktionäre und Gläubiger der Banken verlagert werden, und drittens sollen die Banken durch die Niedrigzinspolitik der EZB zur Ausweitung der Kreditvergabe getrieben werden. Doch die Niedrigzinspolitik drückt die Gewinne, während die Verlagerung der Haftung die Risikoprämie auf Aktien und Anleihen der Banken erhöht. Niedrigere Gewinnaussichten und höheres Risiko führen dazu, dass Investoren Bankaktien meiden. Finden die Banken aber keine Käufer für ihre Aktien, müssen sie ihre Bilanzen verkürzen, um den höheren Eigenkapitalanforderungen der Regulierer zu genügen.'<sup>19</sup>

Die Banken mit Liquidität zu Kosten nahe null zu versorgen, sollte der Wirtschaft eigentlich helfen, sich zu erholen, zumindest nach Meinung vieler Experten. Aber von niedrigeren (oder höheren) Zinsen zu erwarten, sie würden unmittelbar mehr (oder weniger) Wirtschaftswachstum und Beschäftigung bewirken, ist nur ein weiterer Trugschluss. Im heutigen Giralgeldregime, das auf Basis eines Bruchteils an Reserven operiert, gibt es keinen wirksamen Transmissionsmechanismus, um Reserven (Zentralbankgeld in der Interbanken-Zirkulation) in Bankenkreditgeld (Giralgeld in der Publikums-Zirkulation) zu überführen. In der wirklichen Welt verläuft die Kausalität in umgekehrter Richtung, das heißt, Giralgeldschöpfung bewirkt eine Bereitstellung von Zentralbankgeld zum Bruchteil. Das Zentralbankgeld ist eine kleine Untermenge des Giralgeldes. Würden Firmen, private und öffentliche Haushalte wirklich mehr Kredit für BIP-wirksame Ausgaben aufnehmen wollen, und würden die Banken diese Nachfrage auch bedienen wollen, so könnten sie das praktisch aus dem Stand und bräuchten dazu die durch das QE bereitgestellten großen Mengen an Zentralbankgeld nur zum geringsten Teil.

Das permanente Versagen der Geldpolitik im Giralgeldregime wird offiziell natürlich nicht eingestanden, aber im Prinzip sagt die EZB nichts anderes, wenn sie Politikern und der Öffentlichkeit wiederholt mitteilt, dass sie die Pferde zwar zum Wasser führen, aber nicht zum Trinken zwingen kann. Das heißt, die EZB kann gleichsam unbegrenzt Banken refinanzieren und Schulden monetisieren, aber wenn Banken, Investoren, Firmen, Haushalte und Regierungen nicht BIP-wirksam investieren und sonst Geld ausgeben wollen, kann die EZB realwirtschaftliche

<sup>18</sup> *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 11 März 2016, 15 (Rückübersetzung aus dem Englischen).

Siehe auch Hans-Werner Sinn 2014: *Gefangen im Euro*, München: Redline.

<sup>19</sup> Thomas Mayer 2016: Die Planwirtschaft der EZB, *FAS*, Nr.31, 7 Aug 2016, 44.

Umsätze durch eine Expansion primären Bankenkredits und sekundären Kapitalmarktkredits auf Giralgeldbasis nicht erzwingen.<sup>20</sup>

Der Hauptgrund, weshalb die meisten Euroländer stagnieren statt neue Wirtschaftsdynamik zu entfalten, besteht im Weiterbestehen der unaufgelösten Kredit- und Schuldenblase, mithin Weiterbestehen der Banken- und Finanzkrise. Eine Kapital- und Schulden-Verringerung ('debt deflation') als notwendige Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung wird durch die Krisenpolitik der EZB und der Regierungen ja absichtlich verhindert; wobei eine Beendigung dieser Politik sofort zum Zusammenbruch führen und damit den Kapital- und Schulden-schnitt bewirken würde, den die Finanzwelt und die Regierungen mit allen Mitteln zu verhindern suchen.

Solange Akteure damit beschäftigt sind, Schulden abzubauen, oder auch nur die Zinszahlungen aufrecht zu erhalten ohne in der Lage zu sein, die Schulden zu verringern, werden sie kaum neue Schulden zur Finanzierung von Kapital- und Konsumausgaben aufnehmen. Banken, Finanzen und die Wirtschaft werden sich so lange auf einem suboptimalen Niveau bewegen, solange der Überhang aus den vorangegangenen Kredit- und Schuldenblasen nicht auf ein tragfähigeres Maß zurückgeführt worden ist.

Ein typisches Beispiel sind die Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO) der EZB. Dieses Programm bietet den Banken sehr billig Reserven bis zu vier Jahren Laufzeit an. Dennoch wird das Programm viel weniger genutzt als erhofft – als ob die Banken Zentralbank-Reserven an Kunden weiterleihen würden! Banken könnten Reserven an Regierungsorgane weiterleihen, da diese über ein Zentralbankkonto verfügen. Die Regierungen aber, da sie schon auf zu vielen Schulden sitzen, sind mit neuen zusätzlichen Schulden zurückhaltend geworden, davon abgesehen, dass potenzielle Kreditgeber die unterschiedliche Bonität von Regierungen inzwischen argwöhnisch unter die Lupe nehmen.

Firmen und Haushalte dagegen verfügen über Bank-Gutschriften auf Girokonten. Um ihren Kunden Kredit auszustellen, bräuchten die Banken nicht Riesenbeträge an TLTRO Reserven, sondern im Euroraum lediglich einen Bruchteil von etwa 2,5% – wenn Kunden und Banken nur wollen würden. Sie wollen aber nicht solange die Krise weiterschwelt, ein Gefühl der finanziellen und wirtschaftlichen Unsicherheit verbreitet ist, und solange die Banken damit beschäftigt sind, neue Eigenkapitalvorschriften und andere bürokratische Regelungen in einem unvorteilhaften Geschäftsumfeld umzusetzen, konfrontiert mit weiterhin hohen Kreditausfallraten, und Kunden, die wie die Banken selbst damit beschäftigt sind, ihre Verbindlichkeiten zu verringern, also Ausgaben einzusparen.

---

<sup>20</sup> Vgl [www.vollgeld.de/geldpolitische-unschaerfen](http://www.vollgeld.de/geldpolitische-unschaerfen).

Das Beispiel verweist auf den Sachverhalt, dass die Liquiditätsschwemme der Zentralbank nur den Banken und anderen Finanzinstituten zufließt, nicht aber den Bankkunden und der Wirtschaft. Soweit Kunden bei Banken Kredite tilgen, verschwindet dieses Bankenkreditgeld (Giralgeld), da es bilanziell gelöscht wird. Und sofern die Banken mit den ihnen zufließenden Reserven, und die anderen Finanzinvestoren (Nichtbanken) mit dem ihnen zufließenden Giralgeld überhaupt etwas machen, stecken sie es vor allem in nicht BIP-wirksame Anlagen, also in die Bildung von Finanzvermögen, was die Möglichkeit neuer Aktien- und Immobilienblasen mit sich bringt, davon abgesehen, dass es der weiteren Umwälzung der Staatsanleihenblase dient.

Es ist dieser Kontext, in dem etliche Experten und Zentralbanker, die den 'zero lower bound' für unnatürlich halten, nach einigen Krisenjahren auf die Idee des Negativzinses verfielen. Negativzins ist eine Art Strafzins auf Geldguthaben. Für Bankkunden ist es eine Abgabe auf ihre Geldguthaben zugunsten der Banken. Vielleicht, so der technokratische Gedanke, wäre das ja eine geeignete Peitsche, um inaktives Geld auf Giro-, Spar- und Terminkonten zu mobilisieren.<sup>21</sup> Dies ist ein Beispiel für die fehlgehende Instrumentalisierung der Geldpolitik für wirtschaftspolitische Zwecke (falls man diese Art Zinspolitik überhaupt Geldpolitik nennen kann). Tatsächlich sind Negativzinsen, in subkulturellen Kreisen auch bekannt als Schwundgeld oder Geld-Umlaufsicherung, ein disfunktionales Werkzeug, das außer Widerstand und Strafzins-proportionaler Verbitterung nicht viel hervorruft.

Funktionieren tut die Sache ohnehin nicht. Ein Grund dafür besteht darin, dass Negativzinsen auf Guthaben der Banken bei der Zentralbank sich nicht ohne weiteres in Negativzinsen auf Guthaben der Kunden bei Banken umsetzen. Werden aber Negativzinsen nur auf Guthaben der Banken erhoben, nicht auf Guthaben von Bankkunden, schmälert diese Maßnahme die Zinsgewinnmarge der Banken nur noch ein Stückchen weiter, hat ansonsten aber keine Wirkung.

Sollte die EZB auf ihrer Negativzinspolitik beharren, und sollten die Banken – aus dem allgemeinen anderen Grund einer allzu geschrumpften Ertragslage – sektorweit dazu übergehen, außer höheren Servicepreisen auch Negativzinsen bei ihren Kunden abzuschöpfen, würde das alle treffen. Abschöpfung von Giralgeldern trägt zum Gewinn der Banken bei und schmälert die Geldmenge. Der Realwirtschaft nutzt das gerade nicht. Denn wer weniger Geld hat, gibt nicht mehr aus, sondern weniger. Firmen geben mehr Geld aus, wenn ihre Geschäftsaussichten positiv sind, nicht wenn man sie zusätzlich zu Steuern und Abgaben auch noch mit einer 'Negativzins' genannten quasi-fiskalischen Abgabe für die Banken belastet.

---

<sup>21</sup> Vgl [www.vollgeld.de/geldpolitische-unschaerfen](http://www.vollgeld.de/geldpolitische-unschaerfen), Abschnitt zu Negativzinsen.

Die privaten Haushalte verlieren durch Negativzins laufende Giro Guthaben als auch inaktive Sparguthaben. Dies würde als illegitime Enteignung zugunsten der Banken erlebt und würde großen Ärger machen, nicht jedoch erhöhte Ausgaben hervorrufen. Im Gegenteil. Die meisten Menschen reagieren auf Geldverlust mit dem Versuch, noch mehr zu sparen, um den Verlust zu kompensieren. Denn Ersparnisse erfüllen verschiedene Kapitalfunktionen und sind nicht dazu gedacht, für Sachen hinausgeworfen zu werden, welche die Leute momentan nicht haben wollen.

Zudem kann Negativzins auf Kundenguthaben nicht wirksam eingeführt werden solange es Bargeld gibt, denn auf Bargeld kann Negativzins nicht erhoben werden. Bargeld ist die Alternative zu Giralgeld, die es Bankkunden erlaubt, Negativzinsen zu umgehen. Ein schubhafter Umstieg von Giralgeld zu Bargeld als Reaktion auf eine flächendeckende Einführung von Negativzins würde einen Bankrun bedeuten. Der bargeldlose Zahlungsverkehr würde deshalb nicht kollabieren, aber es würde u.a. Kapitalflucht einsetzen. Dieser müsste man wiederum mit unliebsamen Maßnahmen begegnen. Die Zuspitzung auch der politischen Lage würde sich wohl beschleunigen.

Um gleichwohl an Negativzinsen festzuhalten, müssten die Zentralbanken - unterstützt von den Regierungen, die eigene Gründe dafür haben – dazu übergehen, den Gebrauch von Bargeld künstlich einzuschränken und schließlich ganz zu verbieten. Ein solcher Prozess hat bereits begonnen. Sofern erzwungenermaßen fortgesetzt, wird er zu einem weiteren Vertrauensbruch zwischen den Eliten und der Bürgerschaft führen.<sup>22</sup> Ganz nebenbei würde eine Bargeldabschaffung das Giralgeldprivileg der Banken zementieren. Künstliche Niedrigst- und Negativzinsen, auch mittels der massiven Monetisierung öffentlicher Schulden, sind in der Tat Instrumente finanzieller Repression.

Schließlich, wenn die Dinge für weitere viele Jahre so fortgesetzt werden, wo wird die EZB selbst enden? Die Rationalisierung für ihre immer 'unkonventionellere' Politik lautet, dass außergewöhnliche Umstände außergewöhnliche Maßnahmen erfordern. So vernünftig wie das scheinbar klingt, ist es doch nur eine Ausrede dafür, die Ausnahme zur Regel gemacht zu haben, also zu tun 'whatever it takes', um über-exponierte Banken und überschuldete Regierungen künstlich über Wasser zu halten, in der Absicht, den ansonsten drohenden Zusammenbruch der Finanzen und des Euro auf die lange Bank zu schieben.

Die Zentralbanken sind jedoch nicht die weißen Ritter als die sie stilisiert werden, teils aus Wunschdenken, teils um eigene Verantwortung an sie zu delegieren. Zentralbanken können weniger als ihnen zugetraut wird. Vor allem können sie eins: beliebig viel Geld in eigener Währung schöpfen. Dennoch können Zentral-

---

<sup>22</sup> Norbert Häring 2016: Die Abschaffung des Bargelds und die Folgen, Köln: Bastei Lübbe / Quadriga. – Auch [www.vollgeld.de/bargeld-abschaffen](http://www.vollgeld.de/bargeld-abschaffen).

banken unter den heutigen Bedingungen des Giralgeldregimes keine wirksame Geldmengenpolitik betreiben. Da sie das Giralgeldangebot im Publikumskreislauf nicht unter Kontrolle haben, haben sie faktisch auch die Kontrolle über ihr eigenes Angebot an Zentralbankgeld aufgegeben.

Die Festlegung von Zentralbankzinsen ist ein schwacher Ersatz für die 'konventionell' nicht mehr mögliche Geldmengenpolitik. Es ist unmöglich, die Giralgeldmenge oder die Inflationsrate oder die allgemeinen Zinsniveaus mittels Zentralbankzinsen effektiv zu kontrollieren oder wenigstens erheblich zu beeinflussen. Die unterstellten Transmissionsmechanismen sind völlig unklar, zum größeren Teil imaginär, und im Endergebnis offensichtlich schwach.<sup>23</sup>

Die Transmission der sog. Leitzinsen der Zentralbanken, soweit sie stattfindet, erfolgt nicht über Marktmechanismen, sondern beruht auf Banken-bürokratischer Preisadministration: Manche Banken binden einige ihrer Kreditzinsen (zum Beispiel auf Überziehungskredit oder Hypothekarkredit) mechanisch an einen Interbankenzins zurückliegender Monate, im Euroraum etwa an den EONIA (Euro Overnight Index Average). Diese Zinsen für die Interbankenleihe von Reserven werden von den Zentralbankzinsen für Reserven in der Tat stark beeinflusst.<sup>24</sup> Darüber hinaus aber haben Zinsniveaus und Inflationsraten mit Zentralbankzinsen kaum etwas zu tun, eher schon etwas mit dem weltweit übergeschossenen Angebot an Giralgeld und dem damit zusammenhängenden Überhang der Finanzvermögen (Forderungen) und Schulden, der sog. 'savings glut'. Dieser Überhang an Kapitalangebot bzw. Schulden hat sich seit den 1970–80er Jahren aufgebaut und sich weiter verstärkt durch die nach 2000 verlangsamte Globalisierung und stellenweise stagnierende Weltwirtschaft, durch die Banken- und Staatsschuldenkrise seit 2007/08 und nicht zuletzt auch durch die massiven QE-Zentralbankinterventionen.

Was die Zinspolitik der EZB effektiv an Niedrig- und Negativzinsen bewirkt, erfolgt nicht über die sog. Leitzinsen, sondern über die 'unkonventionelle' Geldmengenpolitik der QE-Programme. Die betreffenden Wertpapier-Kaufprogramme stellen freilich Akte finanzieller Repression dar. Sie mögen den öffentlichen Haushältern und Banken vordergründig helfen über Wasser zu bleiben. Jedoch kommen sie der Wirtschaft ansonsten nicht positiv zugute, während sie, aufgrund der Niedrigzinsen, den Banken und der Finanzwirtschaft auf Dauer scha-

---

<sup>23</sup> Siehe [www.vollgeld.de/geldpolitische-unschaerfen](http://www.vollgeld.de/geldpolitische-unschaerfen).

<sup>24</sup> Möglicherweise haben Gehringer/Mayer diese Art von 'Preisbindung' im Sinn, wenn sie zum Schluss gelangen, 'that central bank policy has guided long-term interest rates to their low level and not vice versa. ... Long-term market interest rates are strongly influenced by central banks' perceptions of reality rather than by the perceptions of market participants' (Agnieszka Gehringer/Thomas Mayer, Understanding low interest rates, Flossbach von Storch Research Institute, Economic Policy Note 23/10/2015). Ein Marktmechanismus, der die These stützen würde, wird freilich nicht identifiziert.

den, was in der Folge auch der Realkapitalbildung, den realwirtschaftlichen Investitionen, Kapital- und Konsumausgaben schadet.

Bei alledem hat sich die EZB eines massiven Gesetzesmissbrauchs schuldig gemacht, wenn nicht eines faktischen Gesetzesbruchs. Denn ihre QE-Politik, die Staatsanleihen im Umfang von zig Milliarden absorbiert und damit monetisiert hat, stellt nichts anderes dar als monetäre Staatsfinanzierung – die der EZB und den nationalen Zentralbanken des Eurosystems nach Art. 123 (1) AEUV verboten ist. Der Absatz (2) dieses Artikels erlaubt der EZB zwar Käufe von Staatsanleihen am offenen Markt, also nachdem die Anleihen zuerst von Banken und danach auch von Nichtbanken-Anlegern gekauft worden sind. Das war freilich als Instrument zur Feinsteuerung der Geldpolitik gedacht, gewiss nicht als Instrument der massiven Monetisierung von Staatsschulden und damit der Umgehung von Art. 123 (1) AEUV.

Sofern man Art. 123 AEUV entsprechend auslegt, hat die EZB damit ihr Mandat überschritten. Das eigentliche Mandat der EZB aber ist in Art. 127 AEUV und äußerst sparsam dargelegt: die EZB soll für 'Preisstabilität' sorgen und dabei auch nach Möglichkeit die 'Wirtschaftspolitik unterstützen'. Mit ihrer QE-getriebenen Niedrig- und Negativzinspolitik tut sie bisher das genaue Gegenteil. Für die Wirtschaft ist dabei positiv bislang nichts herausgekommen, und die Inflationsrate wird damit natürlich eher weiter in Richtung Deflation gedrückt als auf 2% oder sonst ein Willkürziel angehoben. Wie sinnvoll der Art. 123 AEUV überhaupt ist, und ob daran geknüpfte gute Absichten sich auf anderem Weg nicht besser realisieren ließen, kann hier nicht weiter diskutiert werden.<sup>25</sup> Solange aber dieser Artikel in der gegenwärtigen Form besteht, so lange bleibt festzustellen, dass die EZB den Art. 123 (2) AEUV massiv missbraucht, was faktisch einem Gesetzesbruch gleichkommt; nicht weniger als der Bruch des No-Bailout-Artikels 125 AEUV durch die Regierungen der Euroländer.

Schließlich stellt sich noch die Frage, wohin führt die EZB mit ihrer Politik sich selbst? Was, wenn zu viele der Anleihen und anderen Wertpapiere, welche die EZB kauft, bis Ende der Laufzeit nicht wieder vermögensneutral verkauft, oder bei Fälligkeit nicht zum Nennwert getilgt werden? Eine unter verschiedenen Richtungen des Postkeynesianismus beliebte Vorstellung geht dahin, die Regierung eines souveränen Staates mit eigener Währung könne zur Tilgung ihrer Schulden in dieser Währung nicht zahlungsunfähig werden. Dass der Euroraum 19 nationale Regierungen aber nur eine EZB hat, wird dabei noch als Vorteil gesehen, indem die EZB sämtliche Staatsschulden monetisieren kann, und im Sinne dieser Doktrin auch soll. Nur, die Papiere welche die EZB erwirbt, sind

---

<sup>25</sup> Mehr dazu im Beitrag *Das Verbot der direkten Staatsfinanzierung durch die Zentralbank nach Art. 123 (1) AEUV* auf [www.vollgeld.de/verbot-der-direkten-zentralbank-staatsfinanzierung](http://www.vollgeld.de/verbot-der-direkten-zentralbank-staatsfinanzierung). Ebenso Christopher Mensching 2014: Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung in Art. 123 Abs. 1 AEUV – eine kritische Bestandsaufnahme, *Europarecht*, 49. Jg, Heft 3/2014, 333–345.

Aktivpositionen in ihrer Bilanz. Erweisen sich zu viele dieser Forderungen als uneinbringlich, erleidet die EZB Verluste und weist in der Folge dann bald ein negatives Eigenkapital auf.

Vor diesem Hintergrund wird gelegentlich auch ein Schuldenerlass durch die EZB vorgeschlagen. Ist das wirklich eine Option? Nein, es wäre nur die freiwillige Variante der eben genannten unfreiwilligen Verluste. Wenn die im Zuge der Anleihen-Monetisierung ausgereichten Mittel nicht zurückfließen, kann die EZB nur die betreffenden Forderungen, nicht aber bilanzielle Verbindlichkeiten in gleicher Höhe streichen (Reserven im Besitz von Banken oder Regierungsorganen). Das Resultat ist wiederum Eigenkapitalverlust bis in den roten Bereich hinein. Würden trotzdem Verbindlichkeiten in Höhe der Verluste ausgebucht, wäre dies ein skandalöser, wenn nicht sogar betrügerischer Fall von 'kreativer' Buchführung.

Eine andere Möglichkeit 'kreativer' Buchführung bestünde womöglich auch darin, fällige Staatsanleihen immer wieder zu prolongieren. Im 'Dritten Reich' hat man das mit den berüchtigten Mefo-Wechseln zur Staatsfinanzierung so gemacht. Der Zinssatz wäre nicht so wichtig, da Zinseinnahmen vom Staat durch den Zentralbankgewinn an den Staat wieder zurückfließen.

Formal wäre eine Zentralbank wohl in der Lage, Außenstände permanent zu prolongieren. Auch muss eine Zentralbank bei negativem Eigenkapital wohl nicht Insolvenz erklären, selbst über längere Zeit hinweg nicht. Aber würden politische Akteure und Finanzmärkte hierbei stillhalten? Wohl kaum. Sie würden Schwierigkeiten machen. Auch Auditoren und Rechnungshöfe müssten Widerspruch einlegen. Im Ergebnis könnten sich die Regierungen am offenen Markt kaum mehr zu erschwinglichen Zinskosten finanzieren. Die monetäre Staatsfinanzierung würde permanent. Der Euro würde stark abwerten. Die EZB würde im Versuch, die Abwertung zu bremsen, die Devisenreserven des Eurosystems aufbrauchen. Die in Folge einer Euro-Abwertung importierte Inflation würde in Stagflation enden statt zu einer Belebung der Wirtschaft zu führen. Am Ende bliebe der EZB nichts anderes übrig, als sich von ihren Eigentümern, den nationalen Euro-Zentralbanken bzw deren Regierungen rekapitalisieren zu lassen – was für die öffentlichen Finanzen und den Euro am Ende doch noch ein Tiefschlag wäre.

### **Krisenmanagement wofür? Die unaufgelöste Krise**

Acht Jahre Bailout-Politik und Stagnation in den meisten Euroländern haben die Regierungen dieser Länder an ihre fiskalischen und politischen Grenzen gebracht. Der Ausdruck Bailout oder Rettungspolitik wird hier in dem breiten Sinn verwendet, dass nördliche Regierungen und die EZB direkt und indirekt die Verbindlichkeiten südlicher Länder sowie generell die von schwächelnden Euro-Banken übernehmen oder fortlaufend zwischenfinanzieren. Der Spielraum aller Regie-

rungen ist inzwischen erheblich eingeschränkt. Die politische Mitte wird zunehmend aufgerieben, teils von Seiten der radikaleren Linken, vor allem aber durch die neonationalistische Rechte. Zudem verstärken sich die wirtschaftliche Unsicherheit aufgrund der weiter schwelenden Finanzkrise und die Unfähigkeit zu einer klaren und allgemein akzeptablen Asyl- und Einwanderungspolitik gegenseitig.

So ruhen die Erlösungs-Erwartungen nun vor allem auf der EZB. Ungeachtet ihrer tatsächlich beschränkten ökonomischen Fähigkeiten, aber begünstigt durch ihr beliebig auslegbares Mandat, ist die EZB inzwischen zum Hauptträger der Fiskal- und Wirtschaftspolitik geworden – und sie wird die ihr aufgebürdeten übertriebenen Erwartungen aller Voraussicht nach enttäuschen.

Die zentrale Frage lautet: Wie kann der Überhang an finanziellen Forderungen und Schulden auf tragfähigere Niveaus abgesenkt werden, ohne einen Finanzkollaps, den Zerfall des Euro und politisches Chaos hervorzurufen?<sup>26</sup>

Gläubiger und Unterstützer einer Angebotspolitik beharren auf erzwungenem Sparen (Austerität) im Interesse der Erfüllung ihrer Forderungen an die Schuldner. Schuldner und Unterstützer einer Nachfragepolitik verdammen Austerität. Denn in den ersten Jahren eines Austeritätsregimes sind die Auswirkungen wirtschaftspolitisch gesehen kontraproduktiv weil Output und Einkommen schrumpfen, nicht sich stabilisieren oder gar wachsen. Wenn zum Beispiel die Staatsausgaben 50% des BIP betragen und um 1% reduziert werden, so wird das BIP um 0,5% schrumpfen. Ob und wann private Kapital- und Konsumausgaben diese Minderung wettmachen, ist ungewiss. Andererseits muss man sehen, dass durch einen solchen Austeritätsprozess ein Stück der zuvor verweigerten internen Anpassung zwangsweise herbeigeführt wird, erfahrungsgemäß jedoch bei einer unausgewogenen Lastenverteilung. Die ärmeren Schichten werden am stärksten, und auch die Mittelschichten noch spürbar getroffen, während die Reichen davon wenig zu spüren bekommen.

Gleichwohl, es gibt keine Unschuld der Massen bzw der Wählerschaft. In Europa ist der größte Teil der Staatsschulden im Namen einer Wohlfahrtspolitik angehäuft worden. Der Wohlstand blieb dabei zwar ungleich verteilt und seit drei Jahrzehnten hat die Ungleichheit sogar wieder zugenommen. Dennoch ist die Bevölkerung in der Breite in der einen oder anderen Weise Nutznießer der wohlfahrtsstaatlichen Schuldenpolitik. Deren größte Profiteure sind allerdings die Banken und institutionellen Anleger gewesen. Bis Einsetzen der Krise hielten sie 85–90% der gut verzinsten Staatsschulden. Dass die Schulden-finanzierte Wohl-

---

<sup>26</sup> In mancher Hinsicht ähnliche Analysen der Eurokrise und Szenarien zur Zukunft des Euro finden sich in den Publikationen und Interviews von Hans-Werner Sinn (z.B: *Gefangen im Euro*, München 2014) sowie bei Daniel Stelter (z.B. <http://www.manager-magazin.de/politik/europa/brexit-drei-szenarien-fuer-die-naechste-euro-krise-a-1101240-4.html>. Homepage: <http://think-beyondtheobvious.com>).

fahrtspolitik den neuen Finanzmarktkapitalismus nicht zähmt, sondern direkt alimentiert, wird unter linken Etatisten beharrlich tabuisiert, ebenso wie viele Keynesianer und Postkeynesianer die Einsicht verweigern, dass es zu hohe Staatsschulden geben kann, oder anders gesagt, dass es eine Staatsschuldenblase gibt.

Das Keynesianische Wundermittel in jeder ökonomischen Krise war bisher Deficit Spending. Heute bedeutet dies, die Staatsschuldenkrise mit zusätzlichen Staatsschulden zu bekämpfen. Nach inzwischen über 80 Jahren, in denen Deficit Spending zu einer Routinepraxis auch unabhängig von der Wirtschaftslage geworden ist, hat sich dieser Ansatz erschöpft.

Als Anschlusskonzept favorisiert nun eine wachsende Zahl von Ökonomen Ansätze wie das 'Helikoptergeld', *QE for the People* oder andere Varianten einer solchen monetären Staatsfinanzierung wie oben erwähnt, also direkte und de facto schuldenfreie Finanzierung von Staatsausgaben durch eigens dafür geschöpftes Zentralbankgeld.<sup>27</sup> Die Defizitpolitik bleibt dabei dieselbe, nur würde das Zentralbankgeld nicht länger die Staatsschuld erhöhen. Formal könnte es sich schon um eine Schuld handeln, aber sie wäre zinsfrei und ohne Fälligkeit.

Würden Zentralbanken neu geschaffene Reserven in ihrer Bilanz ähnlich wie Münzen verbuchen, könnte eine Zentralbank der Regierung Geld überweisen, ohne dass dies förmlich einen Buchkredit oder Schuldscheinkauf darstellen würde. Neu geschaffene Reserven als Kreditverbindlichkeiten gegenüber Banken zu buchen, statt als eine Ausweitung des monetären Eigenkapitals, ist eine historisch überkommene und längst überholte Praxis. Sie stammt aus den Zeiten, als Zentralbanknoten auf Verlangen in Silbermünzen oder Gold umzutauschen waren. Heute sind unbare Reserven auf einem Zentralbankkonto die originäre Quelle und Form gesetzlicher Zahlungsmittel. Sie sind Geld in eigenem Recht und verweisen nicht auf anderes Geld, durch das sie 'gedeckt' wären.

Eine monetäre Finanzierung von Staatsausgaben kann in dem Maß helfen, wie es in einem Land unbefriedigte Nachfrage gibt, also besonders in Ländern, die unter einem erheblichen Sparzwang leiden, aber auch in einem Gläubigerland wie Deutschland, wo das Diktat der 'schwarzen Null' dazu geführt hat, dass die öffentliche Infrastruktur zu verfallen beginnt und öffentliche Dienste nicht mehr so gewährleistet sind wie sie sein sollten. Jedoch trägt monetäre Finanzierung nicht direkt zur Verringerung der Staatsschulden bei.

Des Weiteren ist monetäre Finanzierung in der Währungsunion nach Art. 123 (1) AEUV verboten. Es dürfte schwierig sein, diese Gesetzeshürde zu nehmen. Der

---

<sup>27</sup> Adair Turner 2015: *Between Debt and the Devil. Money, Credit and Fixing Global Finance*, Princeton University Press, 213–230. – Andrew Jackson / Ben Dyson 2013: *Sovereign Money*, London: Positive Money, pp. 16, [www.positivemoney.org/our-proposals/sovereign-money-creation](http://www.positivemoney.org/our-proposals/sovereign-money-creation). – [www.vollgeld.de/monetaere-staatsfinanzierung](http://www.vollgeld.de/monetaere-staatsfinanzierung).

Bruch des No-Bailout Art. 125 AEUV und die missbräuchliche Überdehnung des Art. 123 (2) AEUV lagen im Interesse sowohl der Finanzwirtschaft als auch der Regierungen. Dagegen würde die Aufhebung des Finanzierungsverbots nach Art. 123 (1) AEUV ein Tabu brechen, das von den meisten Experten immer noch hochgehalten wird, und das mit den Interessen der Banken als den privilegierten Primärgläubigern der Staates kollidiert.

Schließlich kann nicht ausgeschlossen werden, dass die EZB und die Regierungen der Euroländer das Mittel der monetären Staatsfinanzierung gerade unter dem Druck der aktuellen Verhältnisse missbrauchen würden. Es erlaubt immerhin, mit der alten Politik fortzufahren, die uns in diese Krise hineingeführt hat.

Experten ermuntern die Regierungen, mehr Geld auszugeben und Reformmaßnahmen zu ergreifen. Aber welche? In einer Schuldenkrise sind noch mehr Schulden keine überzeugende Antwort, sowenig wie höhere Steuern in einer sonstigen Wirtschaftskrise. Vereinfachte öffentliche und private Verwaltungsverfahren würden bestimmt etwas helfen, scheinen aber auf wundersame Weise und unabhängig von den Umständen nicht implementierbar zu sein. Mehr Forschung und Entwicklung, Bildung und Berufsausbildung sind immer eine gute Idee, aber in der Praxis ist es höchst umstritten, was genau davon förderungswürdig ist. Zudem kommen die Wirkungen solcher Maßnahmen erst langfristig zum Tragen. Niedrigere Steuern und Abgaben wären für Anbieter und Verbraucher nützlich, aber sie konterkarieren die Erfordernisse eines Austeritätsregimes. Niedrigere bzw. vorerst nicht steigende Löhne und Renten helfen dem öffentlichen Haushalt und vielen Firmen, schaden letzteren aber auf der Nachfrageseite. Die Lockerung des überzogenen Kündigungsschutzes begünstigt die Beschäftigung zusätzlichen Personals, dies aber vor allem in einem Aufschwung, während es inmitten einer Krise eher zu Entlassungen führt. Jüngste Reformen des Bank- und Finanzwesens sind verwässert und bürokratisiert worden, was die Finanzierung einer Wirtschaftserholung vorläufig mehr erschwert als erleichtert.

Nach dem Zweiten Weltkrieg waren Inflation und Wirtschaftswachstum wirksame Faktoren der Reduzierung des Schuldenüberhangs aus der vorangegangenen Ära. Dabei wurden die Schulden in den meisten Ländern absolut kaum verringert, aber sie wurden relativ klein aufgrund des sehr starken nominalen (inflationären) Wachstums. Heute könnten wieder höhere Inflationsraten zurückkehren infolge eines nachlassenden Kostenwettbewerbs von Seiten der neuen Industrieländer, wobei auch vermehrter Protektionismus im globalen Handel und verkürzte grenzüberschreitende Produktionsketten sich so auswirken würden.

Es wird jedoch kaum möglich sein, in den altindustriellen Ländern jene hohen Wachstumsraten künstlich zu erzeugen, die für einen industriellen Take-off typisch sind. Vielleicht gibt es in kommenden Jahrzehnten eine weitere 'lange Welle' industrieller Innovation, möglicherweise durch Gen-, Bio- und Nanotech-

nik und neue oder stark verbesserte Energietechnologien. Ohne selbsttragendes starkes Wachstum würde Inflation jedoch eher zu einer Stagflation geraten. Ansonsten sind die Perspektiven im Rahmen der heutigen Politikroutinen nahezu erschöpft. Was es jetzt braucht, ist eine politisch-ökonomische Konsolidierung wie aber auch Horizonterweiterung.

### **Welche Zukunft für die EU? Eine Gemeinschaft von Nationalstaaten**

Bevor die weiteren Perspektiven für den Euro diskutiert werden, sei ein Blick auf die EU geworfen, die den Bezugsrahmen für den Euro bildet. Eines der größten Missverständnisse der Internationalisierung und Globalisierung, und speziell der EU, besteht in der Unterstellung, der Nationalstaat würde in einem Geflecht überstaatlicher Institutionen und Systembildungen entschwinden. Die überstaatlichen Zusammenhänge sind sicherlich eine Realität und entwickeln sich hoffentlich weiter. Der Fehler besteht darin, den Nationalstaat abzuschreiben, anstatt zu erkennen, dass der Nationalstaat mehr denn als Dreh- und Angelpunkt der Entwicklung übernationaler Strukturen fungiert.

Die grundlegende Rolle des Nationalstaats anzuerkennen, heißt nichts weniger als anerkennen zu müssen, dass das Konzept einer 'immer engeren Union' in Richtung eines europäischen Bundestaats früher oder später an Grenzen stoßen musste. Es sieht danach aus, als seien diese Grenzen inzwischen erreicht worden.

Es gibt keine europäische Identität, die nationale Identitäten ersetzen könnte. Es gibt Parteifraktionen im Europaparlament, aber keine gesamteuropäischen Parteien. Presse, Fernsehen und andere Massenmedien sind national geblieben, schon alleine aufgrund der vielen Sprachen Europas. Es gibt keine gesamteuropäische Öffentlichkeit. Hypothetisch könnte eine übernationale politische Identität der Europäer durch besondere geopolitische Ereignisse begünstigt werden. Man kann das nicht ausschließen, sollte es sich aber auch nicht wünschen, da es sich dabei vermutlich um Krieg oder katastrophische Umweltereignisse handeln würde.

Immerhin teilen die Europäer miteinander das Verständnis, einer gemeinsamen Kultursphäre anzugehören. Was früher durch Religion und Kirche bestimmt wurde, beruht heute auf der Trennung von Religion und Staat, und den modernen Menschenrechten und freiheitlich-demokratischen Bürgerrechten samt den dazugehörigen Pflichten und Verantwortungen. Aber je nach historischen Verzweigungen und Abgrenzungen besteht die gemeinsame Kultursphäre im genaueren aus mehreren Sphären, und in gewissem Sinn erstreckt sich das griechisch-römisch-christliche Kulturerbe Europas auch auf Russland, Lateinamerika, die USA, Kanada, Neuseeland und Australien. Die Nationen Europas sind insofern doch auch sehr verschieden und es ist von daher unwahrscheinlich, sie würden eine supranationale Identität hervorbringen, die homogen und stark genug wäre,

eine Politik der immer engeren Union immer weiter voran zu treiben. In Wirklichkeit werden heute die Widerstände dagegen immer stärker.

Grenzen einer immer engeren Union wurzeln nicht nur in nationalen Eigenheiten, die seit dem Höhepunkt der Globalisierungswelle nach der Jahrtausendwende wieder stärker hervorgetreten sind. Sie wurzeln auch in der institutionellen Struktur der modernen Gesellschaft. Gesellschaftliche Modernisierung, moderne Staaten und die Herausbildung des Weltsystems seit um 1500 beruhen auf der Herausbildung von Nationalstaaten und Nationalitäten.<sup>28</sup>

Was man vor diesem Hintergrund für Europa erhoffen kann, entspricht ungefähr dem, was erreicht worden ist: eine Gemeinschaft europäischer Nationalstaaten; mehr als das Britische Commonwealth, aber von einem supranationalen Bundesstaat doch recht weit entfernt. Vermutlich meinte de Gaulle zu seiner Zeit etwas in dieser Art, wenn er vom *l'Europe des patries* sprach.

Die Europäischen Gemeinschaften mit den Verträgen von Maastricht 1993 und Lissabon 2009 in 'Europäische Union' umbenannt zu haben, und zu erwarten, diese EU werde sich mit der Zeit zu einem Bundestaat entwickeln, war anscheinend überzogen. Im Versuch, das zu korrigieren, wird nun des öfteren das Modell einer Konföderation anstelle eines Bundestaats vorgeschlagen. Es gibt jedoch keine allgemein gültige Definition, was unter einer Konföderation im genaueren zu verstehen sei, außer vielleicht, dass es sich um einen Zusammenschluss von souveränen Nationalstaaten zum Zweck einer gemeinsamen Außen- und Verteidigungspolitik handelt, wobei Innen- und Gesellschaftspolitik im weitesten Sinn nationale Angelegenheiten bleiben.

Diese Definition entspricht der EU eher nicht. Ihre gemeinsame Außenpolitik ist ein Potemkinsches Dorf und die Verteidigungspolitik ist national verantwortet und bei den meisten EU-Ländern der NATO untergeordnet. Der 'Hohe Vertreter der Union für Außen- und Sicherheitspolitik' ist nur noch eine von etlichen grandiosen EU Präntentionen. Der Grund dafür sind eben starke nationale Vorbehalte gegen die EU.

Andererseits trifft die EU international Vereinbarungen mit Regierungen außerhalb der EU, meist betreffend Handels- und Wirtschaftsangelegenheiten und damit zusammenhängenden Fragen, etwas, das man von Organen einer Konföderation gerade nicht erwarten würde. Interessanterweise existiert eine Konföderation im Sinn einer Lehrbuchdefinition heute nirgends. Nur zwei vor-nationale Konföderationen, die kleine Schweiz und die großen USA, haben sich erfolgreich

---

<sup>28</sup> Die grundlegende Rolle des Nationalstaates in der Modernisierung von Kultur, Politik, Recht, Wirtschaft und Technik herausgearbeitet zu haben, war weniger das Verdienst der Nationalökonomie des 19. Jhds als vielmehr das der soziologischen Modernisierungstheorie des 20., zum Beispiel in den Werken von Seymour M. Lipset und Stein Rokkan. Vgl Peter Flora (ed) 1999: *State Formation, Nation-Building, and Mass Politics in Europe: The Theory of Stein Rokkan*, Oxford University Press.

zu einem Bundesstaat entwickelt. Andere historische Konföderationen haben sich eher früher als später wieder aufgelöst, eben aufgrund nationaler Divergenzen – und die meisten Menschen in der EU leben nun einmal in längst formierten alten Nationen.

So gesehen besteht eine wünschenswerte und erreichbare Zukunft der EU in dem, was wir im Prinzip bereits haben: eine Gemeinschaft von Nationalstaaten, die sich vor allem um den gemeinsamen Markt dreht und alles was damit zusammenhängt, zum Beispiel Zölle, Normen (technisch, beruflich, produktbezogen, Patente, eingetragene Zeichen), grundlegende Rahmenregelungen der Finanz- und Realwirtschaft, gemeinsame Währung, gemeinsame Grundlagen einer sektoralen Industrie-, Umwelt- und Gesundheitspolitik, Wissenschaft und Forschung, und einheitliche Rechtsprechung in diesen Gemeinschaftsmaterien. Einzelne Mitgliedstaaten sollen gemäß der Einheitlichen Europäischen Akte von 1987 mehr, aber nicht weniger tun dürfen als mit den Gemeinschaftsmaterien vorgegeben ist. Schengen sollte verteidigt und der Schutz der Außengrenzen eine Gemeinschaftsaufgabe werden. Was noch fehlt, sind gemeinsame Prinzipien der Asyl- und Einwanderungspolitik.

Man mag eine solche Konsolidierung des Erreichten als reichlich blasse Vision, oder als einen glatten Mangel an Vision ansehen. Gegenwärtig ist es jedoch die Vision der immer engeren Union, die immer mehr Menschen in den europäischen Nationen von der EU entfremdet. Heute kann nicht einmal mehr eine Konsolidierung des Erreichten als selbstverständlich gelten.

Alles in allem ist die EU eine Errungenschaft und EU-Bashing zumeist ein Akt irreführender Ressentiments. Klagen über einen Mangel an EU-Demokratie beruhen auf Projektionen nationaler Politikvorstellungen auf die EU. Aber es gibt keine europäische Nation. Europäische Gemeinschaften sind ihrer Eigenart nach intergouvernementale Einrichtungen, wobei jedoch die nationalen Regierungen, die in den verschiedenen Räten der EU vertreten sind, auf nationaler Ebene nach demokratischen Verfahren gewählt sind. Das Europäische Parlament ist inzwischen bedeutender als Kritiker es porträtieren. Sofern direkte Demokratie dem Ideal der EU-Kritiker entspräche, ist das auf EU-Ebene durchaus möglich, nicht aber in einer Reihe von Mitgliedstaaten. Wenn europäische Bürgerinitiativen bisher wenig bewegt haben, so ist das erneut dem Umstand geschuldet, dass die Bürger Europas nationalstaatlich orientiert sind und es ihnen an organisatorischer Kapazität und Mobilisierungsfähigkeit auf europäischer Ebene mangelt.

Die Klagen über den problematischen Einfluss der Finanz- und Industrielobby auf EU-Ebene sind anscheinend berechtigt, gelten jedoch ebenso auf nationaler Ebene. Die Organe und Verwaltungen der EU, wie andere auch, können wohl in mancherlei Hinsicht gestrafft und verbessert werden. Auch könnte die EU die eine oder andere Zuständigkeit, die sie an sich gezogen hat, auf die nationale

Ebene zurückverlagern. Dafür könnte die Gemeinschaft zu einem kohärenteren Gebilde werden, dessen Mitgliedstaaten aufhören, die EU als ein optionales Angebot zu behandeln, dessen man sich bedienen oder es lassen kann (*'Europe à la carte'*).

Es würde den Rahmen dieses Papiers überschreiten, detaillierter zu besprechen, was die EU aus heutiger Sicht einschließen sollte und was nicht. Worauf dieses Papier jedoch eine detaillierte Antwort geben möchte, ist die Frage, ob der Euro im Rahmen der EU als einer Gemeinschaft von Nationalstaaten eine Zukunft haben kann, und wenn ja, mit welchem institutionellen Arrangement und welchen Regeln.

### **Am Scheideweg**

Seit den 1960–70ern durchlaufen die altindustriellen Länder einen Schulden-Superzyklus.<sup>29</sup> Es sieht danach aus, dass dieser Zyklus nun zu Ende geht. Der Euro wurde in einem bereits fortgeschrittenen Stadium des Zyklus lanciert und droht nun, mit dem Ende des Schuldenzyklus auch sein eigenes zu finden. Der langfristige Kredit- und Schuldenzyklus mag noch weitere ein bis zwei Jahrzehnte ausklingen. Aufgrund unvorhergesehener Ereignisse könnte das fragile Gebäude aus Forderungen und Schulden aber auch demnächst schon einstürzen.

Solange die Wahl besteht, ist es weiterhin nützlich, den Euro beizubehalten. Seine Existenz ist eine technisch gut eingespielte Tatsache, das Euro-Zahlungssystem funktioniert, und so gesehen ist seine Beibehaltung sinnvoller als es mutwillig aufzugeben. Trotz aller Probleme ist der Außenwert des Euro bemerkenswert stark. Ein Grund dafür liegt darin, dass auch andere Währungen altindustrieller souveräner Nationalstaaten, vor allem Dollar und Pfund, selbst dem Schuldenzyklus unterliegen und keineswegs ein ungetrübtes Bild abgeben. Obwohl kein echter Konkurrent zum Dollar, ist der Euro weiterhin die zweitgrößte Reservewährung dank der Wirtschaftsgröße, die der Euroraum vorläufig immer noch in die Waagschale zu werfen hat.

Andererseits, wie im Anfangsabschnitt zu den ambivalenten Grundlagen des Euro und dem Abschnitt zum zwischenstaatlichen Bailout festgestellt, hat der Euro die Erwartung, die divergenten Euroländer finanziell und ökonomisch besser zu integrieren, nicht erfüllt. Statt als Katalysator einer auf Stabilität bedachten Geld- und Fiskalpolitik zu wirken, wurde der Euro von alten schlechten Gewohnheiten gekapert. Der Euro machte aus dem industriellen Nord-Süd-Gefälle eine neuralgische Divergenz. Diese zeigt sich insbesondere in fortbestehenden Verhaltens-

---

<sup>29</sup> John Mauldin / Jonathan Tepper 2011: *Endgame. The End of the Debt SuperCycle and How It Changes Everything*, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons. Siehe auch *A Primer on the debt supercycle* by BCA Research, 2014, <http://blog.bcaresearch.com/primer-on-the-debt-supercycle>.

weisen betreffend Stark- vs Weichwährungspolitik. Dadurch hat die Währungsunion die nördlichen und südlichen Euroländer nicht in eine 'immer engere Union' geführt, sondern sie in neonationalistischer Konfrontation entzweit.

### **Den Euro aufgeben?**

Mittlerweile fordern Stimmen quer durch die Währungsunion, mit dem Euro Schluss zu machen.<sup>30</sup> Die Stimmen kommen aus verschiedenen politischen Lagern, nicht nur von der neonationalistischen Rechten, oder der Linken, wo man im Euro eine Machenschaft des Finanzkapitals vermutet und eine nationale Arbeits-protektionistische Politik durchaus Tradition hat.<sup>31</sup> Die 1930er lassen grüßen.

Bevor die Leute und ihre Politiker selbstkritisch ihre eigenen Schwächen analysieren und etwas dagegen tun würden, suchen sie die Schuld lieber bei äußeren Faktoren und Sündenböcken, und dazu gehört – eigentlich schon immer, aber seit etwa 15 Jahren vorzugsweise – die EU sowie auch der Euro seit es ihn gibt. Aus einem solchen Projektions-Zusammenhang heraus entsteht dann die Illusion, nach Rückkehr zu einer nationalen Währung würde sich die Wirtschaftslage im eigenen Land erheblich bessern und ansonsten würde alles weitergehen wie gehabt.

Ausgehen muss man wohl vom glatten Gegenteil. Wie schon öfters und richtig diagnostiziert, wären die Kosten einer Scheidung höher und belastender als die nötigen Anstrengungen, um zusammen zu bleiben. Die Auflösung des Euro, seiner Institutionen sowie Forderungen und Verbindlichkeiten würde zusätzliche rechtliche und politische Streitigkeiten mit sich bringen. Die Situation wäre wohl eher die eines Rosenkriegs als einer gütlichen Einigung.

Die privaten und öffentlichen Auslandsschulden würden mit der Preisgabe des Euro nicht verschwinden. Soweit eine wieder eingeführte nationale Währung abwertet, wären die Auslandsschulden umso drückender. Auslandskredit und ausländische Direktinvestitionen wären schwieriger zu erlangen als zuvor. Die Wiedereinführung nationaler Währungen würde die Transaktionskosten unter bisherigen Euroländern spürbar erhöhen. Dadurch sowie durch die aufwendigere Handelsfinanzierung würde der gemeinsame Markt beeinträchtigt. Die Produktivität würde abnehmen und der Rang des einen oder anderen Eurolandes im Weltsystem würde herabgestuft.

---

<sup>30</sup> Zuletzt zum Beispiel Gerhard Riehle 2016: Eurokrise – Verzicht auf den Euro als Chance für Europa, Baden-Baden: Nomos.

<sup>31</sup> Zum Beispiel Costas Lapavistas 2012: Crisis in the Eurozone, London: Verso Books. – Wolfgang Streeck 2015: Why the Euro Divides Europe, *New Left Review* 95, Sep-Oct 2015. <https://newleftreview.org/II/95/wolfgang-streeck-why-the-euro-divides-europe>. – Ders. 2014: Buying Time. The Delayed Crisis of Democratic Capitalism, London: Verso Books. Ausführliche Besprechung von Mike Watson 2015: Out of the Euro! <http://www.versobooks.com/blogs/1917-wolfgang-streeck-out-of-the-euro>.

Nicht zuletzt: die friedliche Kooperation im Rahmen des gemeinsamen europäischen Marktes wäre durch die Auflösung des Euro eher gefährdet als gewährleistet. Vermutlich entstünde – wie schon vor dem Euro, nur noch ausgeprägter – ein Hartwährungsblock, nach heutigen Gegebenheiten unter Führung der Bundesbank, und eine größere Anzahl von mehr oder weniger ausgeprägten Weichwährungen, darunter der Franc und die Lira. Ein mehr oder weniger offen geführter Ab- und Aufwertungskampf unter den Währungen Europas würde der EU und dem gemeinsamen Markt bestimmt nicht gut tun. Der Euro hat Europa bereits erheblich verändert, im Guten wie im Schlechten. Die EU nach dem Euro wäre eine gänzlich andere als sie es vor dem Euro noch war.

### ***Immer engere Schulden- und Haftungsunion: Stagnation und schleichender Niedergang***

Obwohl die bisherigen Krisen-Maßnahmen die Finanz- und Wirtschaftsprobleme im Euroraum nicht gelöst und neonationalistische Ressentiments heraufbeschworen haben, machen die Regierungen und Zentralbanken im Eurosystem bisher keinerlei Anstalten, ihren Kurs zu ändern. Sie verfolgen geradezu trotzig weiterhin den Kurs einer immer engeren Union, nun auch als Schulden- und Haftungsunion. Auch eine Fiskalunion, eine Konvergenz der Haushalts- und Steuerpolitik, wird 'jetzt erst recht' wieder propagiert. Dabei gibt es in den Hauptstädten Europas momentan kaum etwas, das größere Widerstände hervorruft.<sup>32</sup>

Diese Politik gibt vor, den Euro zu retten. Ohne jedoch die EU, die EZB und das Eurosystem zu ändern, wird die Union der Überschuldeten auf Basis finanzieller Repression, monetärer Staatsfinanzierung, vergemeinschafteter Haftung, fortgesetzter Bailouts und regularisierter Transfers dazu führen, die Finanzen und damit die Wirtschaft zu schwächen und in der Folge dem Euro ein Ende zu bereiten.

Finanzielle Repression durch künstliche Niedrig- und Negativzinsen infolge exzessiven QE kann im Prinzip noch für einige Jahre aufrecht erhalten werden, ehe es im Gebäck der Finanzwirtschaft richtig laut zu krachen beginnt. Die Zinsen werden jedoch in jedem Fall wieder zu steigen beginnen. Wenn die USA weiter zögern, wird die Zinsentwicklung in anderen Weltregionen sie faktisch dazu zwingen. Das wird dann auch den Euro treffen. Selbst ein nur leichter Zinsanstieg wird sofort zu höheren Haushaltsdefiziten und neuen Schulden führen. Ein starker Zinsanstieg wäre ein echter Schock für den Euro, der wohl kaum noch zu absor-

---

<sup>32</sup> Siehe zum Beispiel *What kind of convergence does the euro area need?* verfasst von Anna auf dem Brinke / Henrik Enderlein / Joachim Fritz-Vannahme, beauftragt und publiziert vom Jacques Delors Institut, Berlin, und der Bertelsmann Stiftung, Gütersloh, 2015. Ähnlich, nur noch umfassender und sehr interventionistisch Joseph E. Stiglitz 2016: *The Euro. How a common currency threatens the future of Europe*, New York: W.W. Norton & Company, 239–271. Er fordert jede Art von überzogener Union – Schulden- und Haftungsunion, umfassende Bankenunion, Fiskal- und Transferunion, und die Unterbindung von Außenbilanz-Überschüssen.

bieren wäre. Auch die nördlichen Euroländer hätten massive Schwierigkeiten. Unter solchen Voraussetzungen noch mehrere Euroländer so zu stützen wie bisher Griechenland, einschließlich Italien, ist praktisch ausgeschlossen.

Die USA, Japan und Britannien weisen eine ähnliche oder sogar höhere Überschuldung auf wie die Euroländer. Die USA genießen jedoch noch das 'exorbitante Privileg' des Dollars und sie halten sich an die No-Bailout-Regel. Japan's und Britannien's öffentliche Schulden werden überwiegend inländisch gehalten, wobei Regierung, Banken, Finanzen und Wirtschaft im nationalen Interesse kooperieren, ähnlich wie auch in den USA. Im Vergleich dazu ist der Euroraum politisch wenig kohärent und von außen wie innen angreifbar.

Unter neuerlichem Druck würden verschiedene Euroländer darauf drängen, weitere Schritte in Richtung einer immer engeren Schuldenunion zu gehen, einschließlich neuerlich Bank-Bailouts, wenn das Bail-in in Form der zwangsweisen Kunden-Beteiligung ausgeschöpft ist, und Eurobonds als Gemeinschafts-Verbindlichkeit aller Eurostaaten. Solche Eurobonds würden es schwächeren Staaten erlauben, sich zu niedrigerem Zins zu finanzieren als sie bei alleiniger nationaler Haftung zahlen müssten. Die stärkeren Länder hätten höhere Zinsen zu akzeptieren als sie sonst zahlen müssten.<sup>33</sup> In einer Weise gibt es Eurobonds bereits, nämlich in Form der Anleihen, welche der ESM begibt, um sich zu finanzieren, sowie sinngemäß auch in Form der EZB-Anleihekäufe. Beides bedeutet faktisch längst eine Vergemeinschaftung von Schulden.

Die EZB würde ihre Anleihekäufe und andere QE-Maßnahmen noch weiter ausdehnen müssen und damit definitiv in eine Phase permanenter Umwälzung und Monetisierung von Staatsschulden der Euroländer eintreten, was wiederum die Frage eines negativen EZB-Eigenkapitals aufwirft. Trotz der Offenmarktkäufe der EZB würde dies ab einem gewissen Punkt Zinssteigerungen am offenen Markt mit sich bringen, da die QE-Maßnahmen dann nur noch als verzweifelte Notmaßnahmen bewertet werden. Wer in einer so verzweifelten Lage ist, bekommt am offenen Markt kaum mehr Kredit, und wenn, nur zu Extremzinsen. Die Kapitalflucht aus Euroländern in Nicht-Euroländer würde erheblich zunehmen. Irgendwann würde die EZB sich gezwungen sehen, zu einem Regime von Kapitalverkehrskontrollen, detaillierter Kreditlenkung und allgemeiner Zins-Administration Zuflucht zu nehmen. Stagnation und schleichender Niedergang ist in der Tat die Perspektive einer immer engeren Euro-Schulden- und Haftungsgemeinschaft.

### ***Aus dem Euro austreten? Parallele heimische Währungen?***

Um ein Stagnations-Szenario zu vermeiden, ist immer wieder einmal vorgeschlagen worden, besonders unter Druck stehende Staaten sollten vorübergehend aus dem Euro aussteigen, oder als Alternative dazu wieder eine nationale Währung

---

<sup>33</sup> Siehe auch Tobias Popović / Michael Kalff 2015: Eurokrise ohne Ende? In: horizonte 46, Okt 2015, 48–53, 51.

parallel zum Euro einführen.<sup>34</sup> Beide Konzepte sind nicht dermaßen vielversprechend wie ihre Befürworter meinen.

Die Option eines vorübergehenden Ausstiegs hieße, die problematische Idee eines *'Europe à la carte'* auf die Spitze treiben. Was für eine Gemeinschaft ist das, deren Mitglieder mal mitmachen, mal nicht, und je nach Situation aus- und wieder einsteigen? Ein Patchwork verschiedener Europäischer Gemeinschaften geschaffen zu haben – 'join as you like' – war keine vorteilhafte Entwicklung. Unter diesem Aspekt hätte der Euro erst gar nicht eingeführt werden dürfen, da von Beginn an klar war, dass zu viele Länder nicht mitmachen würden (und diese Länder waren nicht zufällig jene mit relativ starken Währungen im EU-Norden).

Das Patchwork Prinzip nun auf 'leave as you like' auszuweiten, würde einfach nur ein Patchwork mit lauter Löchern hervorbringen. Jeder Mitgliedstaat der EU und der EWU ist frei, die EU und die EWU zu verlassen. Aber EU und EWU sollten durch eine Präzisierung ihrer Gesetze bzw Statuten klarstellen, dass eine neuerliche Mitgliedschaft nicht wieder leicht zu erlangen sein würde.

Unabhängig von solchen völkerrechtlichen bzw EU-rechtlichen Fragen: Was für einen Sinn macht es für weniger wettbewerbsfähige und womöglich von staatlicher Zahlungsunfähigkeit bedrohte Ökonomien, den Euro und womöglich den gemeinsamen Markt zu verlassen? Unterstützer eines endgültigen oder temporären Austritts argumentieren, die Wiedereinführung einer nationalen Währung würde diese gegen den Euro abwerten und dies würde einen schlagartigen Vorteil im Kostenwettbewerb mit sich bringen. Dabei wird unterstellt, entwickelte Märkte hätten für dieselben Güter und Dienste einen gleichen Preis. Die abwertenden Exitländer könnten zu Wechselkurs-verbilligten Löhnen und Preisen zuhause produzieren und im Ausland weiterhin teuer verkaufen.

Tatsächlich aber wäre dem nur zu einem geringen Teil und bei bestimmten Gütern so, zum Beispiel bei global gehandelten Rohstoffen, die lokalen Lohn- und Preisniveaus gegenüber insensitiv sind. Zumeist aber variieren Löhne und Preise nach Ländern und Regionen erheblich, auch im gemeinsamen europäischen Markt. Ein Exitland wird im gemeinsamen Markt eher billiger als teurer verkaufen können. Die eigentliche Wettbewerbshoffnung ist denn auch der erhöhte Absatz im Ausland aufgrund verbilligten Exportangebots durch verbilligte Heimatlöhne und Heimatpreise. Gleichwohl können verbilligte *Arbeitskosten* in grenzüberschreitenden Produktionsketten für längere Zeit ihren Vorteil bewahren, und etwas gleiches gilt zum Beispiel auch für den Mittelmeer-Tourismus sowie vorwiegend heimische Produkte wie in der Landwirtschaft. Aber selbst das trägt nur, solange betreffende Marktsegmente nur wenig industrialisiert sind und

---

<sup>34</sup> Beiträge zum Thema der Wiedereinführung nationaler Währungen parallel zum Euro auf [www.vollgeld.de/vollgeldreform-und-euro](http://www.vollgeld.de/vollgeldreform-und-euro).

also keine allzu hohen Kapitalkosten, Vorlieferungs- und Marketingkosten involvieren, viele von denen ans Ausland zu zahlen sind.

Auch die Schulden, die in Euro oder einer anderen Auslandswährung aufgenommen wurden, werten auf, nicht ab, ebenso wie die schon erwähnten Importpreise. Beides führt zu einem entsprechenden Preisauftrieb im Exitland.

Die europäische Lex Monetae gibt jedem Land das Recht, seine Währung selbst zu bestimmen. Ein Netto-Schuldenland könnte davon den weiter gehenden Anspruch ableiten, seine Auslands-Verbindlichkeiten 1:1 vom Euro in die neue Nationalwährung (etwa Drachme oder Lira) zu konvertieren. Sollte ein Abwertungskandidat damit durchkommen, würde das dem betreffenden Land sicherlich eine relativ erhöhte Schuldenlast ersparen. Es hätte dafür aber gleichwohl einen Preis zu zahlen, indem dieses Land für lange Zeit finanziell gemieden würde und Kredit nur zu verschlechterten Konditionen erlangen könnte.

Bleibt die Finanzierung in eigener Landeswährung. Ob das einem abwertenden Exitland zum Vor- oder Nachteil gerät, steht nicht von vornherein fest; nicht in einer international verflochtenen Wirtschaft, in der für die meisten Länder unvermeidlicherweise ein Bedarf an Devisen entsteht, und nicht in einem Giralgeldregime, in dem die nationale Zentralbank keine wirksame Kontrolle über die Giralgelderzeugung der Banken hat.

Eine Finanzierung von Importen oder Auslandsschulden durch Kredit in eigener Währung unterbindet fürs erste das Wechselkursrisiko. Ein Kostenvorteil ist es nicht, da entsprechend hohe Inlandschulden aufgenommen werden müssen – sofern die heimische Währung im Ausland überhaupt angenommen wird. Mit heimischer Währung Devisen kaufen, kann selbst schon zu einer weiteren Abwertung der heimischen Währung führen, was die heimischen Finanzierungskosten weiter in die Höhe treiben würde. Wenn sich solche Umstände abzeichnen, wird sich wahrscheinlich informell eine gespaltene Währung etablieren, wobei eine ausländische Währung (Euro oder Dollar) parallel zur heimischen Währung benutzt wird. Eine solche Situation geht wiederum mit Kapitalflucht einher.

Ein souveräner Staat zu sein, bleibt ein Grundprinzip moderner Staaten- und Rechtsordnung. Gleichwohl wird man trotz formaler Unabhängigkeit und Selbstbestimmung nicht tatsächlich bestehende Interdependenzen und Sachzwänge verkennen. Im Spannungsfeld zwischen nationaler Unabhängigkeit und internationalen Abhängigkeiten kommt die Größe eines Landes als weiterer Faktor ins Spiel. Kleinere Länder unterliegen Auslandseinflüssen relativ stärker als größere Länder, auch wenn sie nicht ganz auf sich alleine gestellt, sondern zum Beispiel Mitglied der EU und des Euro sind. Und doch zählen sie auf sich alleine gestellt weniger, und sind etlichen der vorgenannten Probleme nicht ausgesetzt, solange sie Mitglied des gemeinsamen Marktes und des Euro sind. Das gilt insbesondere auch für nationale Währungen. Die Währung eines kleinen Nationalstaats mittle-

rer Wirtschaftskraft ist in vielen Fällen nicht wirklich 'souverän'. Manches Land hat gewisse Schwierigkeiten mit seiner Landeswährung und neigt dazu, sich an einer größeren auswärtigen Reservewährung zu orientieren, bis hin zu einer festen Währungsbindung. So hat man zwar eine eigene Währung, aber bestimmt wird über diese im Ausland.

Die so weit angestellten Betrachtungen gelten weitgehend auch für das Konzept, den Euro und eine nationale Währung als parallele Währungen gleichzeitig zu verwenden. Dies läuft auf ein gespaltenes Währungssystem hinaus, mit dem Euro als auswärtiger Handelswährung und der Landeswährung für heimische Geschäfte; offiziell, nicht unbedingt in der Praxis, denn heimische Akteure ziehen es dann ebenso wie ausländische vor, in der Handelswährung bezahlt zu werden. Die heimische Währung wäre im eigenen Land de facto abwertend. Unter den meisten Gesichtspunkten wäre das nicht sonderlich verschieden davon, aus dem Euro auszusteigen. Erfahrungen mit offiziell gespaltenen Währungen blieben ambivalent. Betreffende Länder, in früheren Jahrzehnten etwa Südafrika, haben ihren Währungssplit nach einer Weile wieder aufgegeben.

Die Aussichten einer parallelen Landeswährung wären erheblich besser, würde diese im Rahmen einer Vollgeldordnung eingeführt. Denn dann hätte die Nationalbank die Kontrolle über die Geldschöpfung (nicht die Geldverwendung) und dem Landeshaushalt käme der Geldschöpfungsgewinn (die Seigniorage) ungeschmälert zugute. Hierbei beinhaltet ein Vollgeldsystem eine sorgfältige Trennung von monetärer und fiskalischer Verantwortung. Dies schließt ein aufeinander abgestimmtes Vorgehen durchaus ein, nicht jedoch eine finanz- und realwirtschaftlich disfunktionale Vereinnahmung der Geldpolitik.

Es wäre allerdings nicht viel gewonnen, würden eine nationale Regierung und Zentralbank sich über die Trennung ihrer Funktionen hinwegsetzen, um über die vorhandenen produktiven Kapazitäten und Potenziale hinaus beliebig viel 'Geld zu drucken'. Die betreffende Nation würde zunächst zwar einen Konjunkturaufschwung erleben, auf den jedoch Stagflation folgen würde. Im Endergebnis wäre das nicht viel anders als was die südlichen Euroländer, durch allzu niedrige Zinsen irregeleitet, gegenwärtig in Form der unaufgelösten Staatsschuldenblase erfahren. Man kann die Schwerkraft wirtschaftlicher Strukturdefizite durch monetäre Trickserien nicht hintergehen.

### ***Die Situation entschärfen: bemessener Schuldenschnitt, gemäßigte Austerität, Helikoptergeld***

Eine Wende zum Besseren würde damit beginnen, die Situation finanzieller Überinvestition und Überschuldung ein Stück weit zu entschärfen. Dies kann durch eine Kombination folgender drei Maßnahmen erreicht werden.

Die erste Option ist ein ausgehandelter Kapitalschnitt bei Staatsanleihen bzw. Staatsschuldenerlass durch Abschreibung betreffender Forderungen, ausgehandelt in einer Schuldenkonferenz wie sie es im zurückliegenden Jahrhundert in anderen Zusammenhängen wiederholt gegeben hat. In der Griechenlandkrise hat man sich im März 2012 auf einen solchen Kapitalschnitt geeinigt. Die Gläubiger, damals noch überwiegend Banken und institutionelle Anleger, konnten dazu gebracht werden, auf 53% ihrer Forderungen an Griechenland zu verzichten und den Rest zu niedrigeren Zinsen umzuschulden. Zusammen entsprach das fast einem Drittel der griechischen Staatsschulden zu diesem Zeitpunkt.<sup>35</sup> Kein Pappentiel. Geholfen hat es im Fall Griechenland nicht, aber in allen anderen Euroländern hätte es die Lage definitiv verbessert.

Es sollte akzeptiert werden, dass bei Ausfall eines Kredits an erkennbar überschuldete Adressen Gläubiger und Schuldner sich das Ausfallrisiko teilen. Banken, die Erstzeichner von Staatsanleihen, sind die primären Miturheber der Staatsschuldenblase. Bisher hatten sie nicht wirklich viel der Last zu tragen. Außer im Fall des griechischen Schuldenschnitts wurde es ihnen ermöglicht, einen erheblichen Teil wackliger Staatsschulden in ihrem Portfolio auf Bad Banks, den EFSF/ESM und vor allem die EZB abzuladen. Infolgedessen muss nun der entsprechende Teil möglicher Haircuts oder anderweitig entstehender Verluste von diesen Bailout-Institutionen getragen werden, auch von einzelnen Regierungen als Gläubiger unilateraler Kredithilfen sowie dem IWF – unterm Strich von den nördlichen Gläubiger-Regierungen.

Das zweite Element besteht in der Fortsetzung einer maßvollen Austeritätspolitik. Die Schuldner – alle, nördliche wie südliche – kommen nicht umhin, ihren Teil durch ein gewisses Maß an Sparpolitik zu tragen. Alles den überschuldeten Staaten in die Schuhe zu schieben, ist nicht fair, aber die Schuldnerstaaten ohne weiteres davonkommen zu lassen, wäre auch eine große Ungerechtigkeit. Es hat sie von außen niemand zu ihrer Schuldenaufnahme gezwungen. Sparpolitik (Austerität) ist Teil der erforderlichen internen Anpassung. Sie ist unvermeidlich zumal in einer Währungsunion, die keine schleichend niedergehende Schulden- und Haftungsunion sein soll.

Schließlich, und drittens, würde ein gut bemessenes Quantum an 'Helikoptergeld', also schuldenfreien monetär finanzierten Staatsausgaben, die vorerst noch fortgeführte Sparpolitik sowie den ausgehandelten Schuldenschnitt wirtschaftspolitisch vorteilhaft ergänzen. Helikoptergeld kann als Pro-Kopf-Dividende an alle Haushalte ausgeschüttet werden. Viel vorteilhafter wäre es jedoch, die Mittel für dringende Infrastruktur-Investitionen auszugeben sowie zur Aufstockung unterbesetzter öffentlicher Dienste im Bereich Sicherheit, Justiz, Erziehung, Bildung und Forschung.

---

<sup>35</sup> Eurostat, Griechisches Finanzministerium, nach FAZ, 28 Apr 2015, 18.

Helikoptergeld ist nur eine weitere Form von Quantitative Easing als einem 'unkonventionellen' Mittel der Geldpolitik, allerdings mit dem großen Unterschied, dass es der Realwirtschaft zugute kommt, nicht der realwirtschaftlich wirkungslosen und Insolvenz-verschleppenden Stützung bestehender Kredit- und Schuldenblasen. Bestimmte Bereiche der privaten und öffentlichen Wirtschaft sind Krisen-bedingt unterfinanziert, extrem in den südlichen Euroländern, teilweise auch in den nördlichen. Weder die Banken noch die Regierungen erfüllen ihre diesbezüglichen Aufgaben gegenwärtig hinreichend, teils können sie es nicht, und das auch aufgrund einer verfehlten Krisenpolitik. Anders gesagt, bestimmten wichtigen Funktionsbereichen der Realwirtschaft fehlt Geld, und indem die EZB dieses Geld im Sinn einer kapazitätsorientierten Geldpolitik bereitstellt, kommt die Geldpolitik funktional, nicht disfunktional, in diesem Fall auch der Fiskal- und Wirtschaftspolitik zugute.

Helikoptergeld verletzt den Art. 123 (1) AEUV. Das ineffektive QE für die Banken und Finanzakteure verletzt Art. 123 (2) AEUV freilich in noch viel größerem Maße. Um daraus ein gescheitertes Gesetz zu machen, bedürfen beide Absätze des Art. 123 AEUV dringend einer Überarbeitung.

Ein Paket aus den drei Maßnahmen – monetäre Finanzierung realer öffentlicher Investitionen zusammen mit einem ausgehandelten Kapital- und Schuldenschnitt sowie fortgesetzter aber maßvoller Austerität – würde die bestehende verschleppte Krisensituation entschärfen und damit helfen, normalen Bedingungen wieder näher zu kommen. Dennoch bedeutet eine Entschärfung des Problems noch nicht seine Auflösung. Die Bedingungen im heutigen staatlich gestützten Giralgeldregime bleiben auch in Zukunft instabil und werden neuerliche Krisen heraufbeschwören. Offenbar ist es historisch an der Zeit für einen System-Neustart und die Neufassung einiger Grundregeln des Spiels.

### ***Neustart: No Bailout und interne Anpassung***

Der Ausdruck 'Neustart' steht hier als Chiffre für eine Rückkehr zu den ursprünglichen Kernprinzipien des Euro, plus einer Neuausrichtung des Eurosystems sowie der schrittweisen Beendigung der bisherigen Krisenpolitik und der verfehlten Ansätze zu einer europäischen Bankenunion.

Ein Euro-Neustart setzt eine Entschärfung der Situation voraus wie oben diskutiert. Andernfalls würde der Neustart zum sofortigen Zusammenbruch einiger Euroländer und womöglich dem des Euro führen.

Im Mittelpunkt der ursprünglichen Kernprinzipien des Euro steht die No-Bailout-Regel. Sie muss wieder in ihr Recht gesetzt und ohne wenn und aber befolgt werden. No Bailout bedeutet nationale Verantwortung für nationale Schulden und Finanzrisiken, egal ob es sich um öffentliche oder private Schulden, oder um Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken handelt. Wenn ein Euro-

Mitgliedstaat zahlungsunfähig wird, so ist dies Sache des betreffenden Landes und seiner privaten Gläubiger, nicht der Währungsgemeinschaft.

Die Geschichte des Geld- und Bankwesens in den USA zeigt, dass die Befolgung der No-Bailout-Regel nicht nur keine Währungs- und Bankkrise des Dollars heraufbeschwört, sondern einer solchen vorbeugt. Wenn ein Bundesstaat zahlungsunfähig wird, ist dies ein ernstes Ereignis, das von Zeit zu Zeit einmal vorkommt. Aber weder der Zentralstaat noch einzelne Bundesstaaten treten für den betroffenen Bundesstaat ein, und niemand denkt deswegen an eine Dollarkrise. Dass die Banken- und Schuldenkrise von 2008–12 zur Krise des Euro stilisiert wurde, lag erst einmal nur im Interesse der Gläubigerbanken und institutionellen Investoren, die ihre Forderungen an schwächelnde Staaten von anderen Eurostaaten gewährleistet und damit sich selbst auf Staatskosten 'gerettet' haben wollten.

Im Unterschied zu der No-Bailout-Regel sollten die Kriterien des Maastricht-Stabilitätspaktes, insb. 3% Defizit und 60% öffentliche Schulden, als gesetzliche Vorgaben fallen gelassen werden. Haushaltsdefizite und Staatsschulden sind fiskalische Angelegenheiten, die in nationaler Verantwortung bleiben sollten. Zudem sind die betreffenden Grenzwerte willkürliche Setzungen, und sie werden als Einladung zu einem gewohnheitsmäßigen 3% Haushaltsdefizit missverstanden statt sich mit dem Regelgebot eines ausgeglichenen Haushalts anzufreunden. Davon abgesehen kann gute Haushaltsführung in verschiedenen Situationen Verschiedenes bedeuten.

Davon auszugehen, dass Fiskalpolitik und Geldpolitik im Tandem fahren zugunsten staatlicher Wirtschaftspolitik ist eine normative Doktrin. Natürlich sind marode Staatsfinanzen ein Problem für die Geldpolitik, wie umgekehrt eine allzu lockere oder allzu knappe Geldpolitik der Haushalts- und Wirtschaftspolitik im Endergebnis mehr schadet als nützt. Das ist mit der Tandem-Metapher jedoch nicht gemeint, sondern etwas anderes, nämlich dass die Geldpolitik die Fiskal- und Wirtschaftspolitik einer Regierung bedienen soll. Dies läuft stets darauf hinaus, eine lockere Geldpolitik zu verlangen, welche die staatliche Defizit- und Schuldenpolitik ebenso begünstigt wie die Asset-inflationäre Kredit- und Blasenbildung, und damit Krisenbildung.

Das Geldsystem liegt der Finanzwirtschaft zugrunde, ebenso wie die Funktion der Finanzwirtschaft darin besteht, die Realwirtschaft zu finanzieren und BIP-dienliche Ersparnisse und Kapital zu bilden. Es liegt in der Natur der Geldpolitik, einen wirtschaftspolitischen Auftrag zu erfüllen. Dieser besteht jedoch nicht darin, eine klientelistische Politik und kasino-kapitalistische Finanzakteure möglichst billig oder kostenlos mit Geld zu versorgen. Sie besteht darin, die private und öffentliche Wirtschaft flexibel mit so viel Geld zu versorgen, wie der Kapazitätsauslastung und dem potenziell generierbaren Output angemessen ist, einschließlich des Geldes, das die Finanzwirtschaft zu diesem Zweck benötigt, was wieder-

rum ein gewisses, nicht BIP-sprengendes Maß an Kapitalbildung bzw Ersparnis- und Vermögensbildung mit einschließt.

Die Bewertung von Staatsschulden, und damit auch die dafür fällige Zinsbildung, sollte den Finanzakteuren überlassen werden. Zu Beginn der Währungsunion versagten die Märkte bei dieser Aufgabe, indem sie überoptimistischen politischen Erwartungen mehr Glauben schenkten als den ihnen vorliegenden Wirtschaftsdaten. Dadurch wetteten sie sie fatalerweise auf die Abwärtskonvergenz der Zinssätze aufgrund einer angeblich 'immer engeren' Assimilation und Integration der Euroländer. Der anhaltende und dabei überschießende Abwärtstrend der Zinsen seit den 1980ern aufgrund weltweit überschießender Giralgeldschöpfung und eines allgemeinen Kapital-Überangebots wurde zum Hauptgrund für die Banken- und Schuldenkrise überhaupt.

Derselbe Fehler wird den Finanzakteuren einschließlich der Ratingagenturen so schnell nicht wieder unterlaufen. Unterschiedliche Zinssätze für unterschiedliche Schuldner und Arten von Schulden, genau wie unterschiedliche Preise für verschiedene Güter und Dienste, sind kein Problem für den Euro, sondern ein wichtiger Teil der Lösung.

Die EZB refinanziert die Banken fraktional mit Reserven für den Interbankenverkehr zu den gleichen Zentralbankzinsen im gesamten Währungsgebiet. Das ist die eine Sache. Diese beinhaltet jedoch keineswegs, die Kredit- und Habenzinsen der Banken im Publikumsverkehr, oder die Zinsen für Staatsanleihen, müssten überall im Euroraum dieselben sein. Etwas derartiges zu erwarten, oder national und regional differenzierte Zinsen gar als Problem anzusehen, beruht auf einer fehlgehenden Zinspolitik der Zentralbanken und der mimetischen Zins-Administration der Banken.

Die heutige Zentralbank-Zinspolitik ist ein wenig wirksamer Ersatz für die mit dem Giralgeldregime verloren gegangene Fähigkeit zur Geldmengenpolitik. Zentralbanken sollten nicht versuchen, den Marktzins zu manipulieren, egal in welche Richtung. Stattdessen sollten sie neuerlich einmal darüber nachdenken, wie sie die Kontrolle über die Geldschöpfung und die Geldmenge zurückgewinnen können. Im Gegenzug sollten sie die Zinsen wie andere Preise den Märkten zu überlassen. Die resultierenden Zinsniveaus wären dann einer der Hauptindikatoren für eine wirksame Geldmengenpolitik.

Das komplementäre Gegenstück der No-Bailout-Regel ist der Verzicht auf eine externe Anpassung durch nationale Wechselkurspolitik und die bewusste und gewollte Akzeptanz einer internen (nationalen) Anpassung der Preise, Löhne und Zinsen. Der No-Bailout Art. 125 AEUV sollte entsprechend ergänzt werden.

Eine einheitliche Fiskal- und Sozialpolitik gibt es in der EWU so wenig wie in der EU. Es ist aus heutiger Sicht auch nicht damit zu rechnen, so etwas werde bald

einmal entstehen. Tatsächlich ist eine einheitliche Fiskal- und Sozialpolitik nicht erforderlich für eine funktionierende Währungsunion. Anstatt den Euro mit der Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten verknüpfen zu wollen, muss der Euro gegen divergente nationale Politiken abgeschirmt werden. Eben dies geschieht durch No Bailout und interne Anpassung. Werden beide Kernprinzipien nicht vorbehaltlos anerkannt und befolgt, werden die Euroländer unweigerlich auf der schiefen Bahn einer Haftungsunion überschuldeter Staaten abwärts schlittern und Jahr für Jahr an internationaler Wettbewerbsfähigkeit verlieren.

Teil einer Politik des No Bailout und interner Anpassung ist der Ausschluss jeglicher externer Schuldenhaftung. Eine Emission von Eurobonds oder ähnlichen Finanzierungs-Instrumenten darf es nicht geben. Es sind Instrumente einer Schulden- und Haftungsunion, indem sie einen Teil der Kosten und des Risikos nationaler Schulden auf Gemeinschaftseinrichtungen oder das Eurosystem oder die Regierungen anderer Eurostaaten abwälzen.

Die Einrichtung des ESM sowie auch die exzessive Monetisierung von Staatsschulden durch QE-Programme der EZB sollten als einmalige historische Notmaßnahmen aufgefasst werden. Man hat es probiert, aber man hätte wissen können, dass es nichts nützt und mit der Zeit mehr schadet. Das muss man jetzt einsehen. Der ESM und die Desperadopolitik der EZB dürfen sich nicht weiter verfestigen und zu einer permanenten Praxis werden. So wie der ESM und die QE-Programme der EZB momentan aufgestellt sind, gehen sie große Schritte in Richtung Schulden- und Haftungsunion. Deshalb sollte der ESM ab dem Zeitpunkt einer Entschärfung der Lage (durch die drei Maßnahmen Kapitalschnitt, Austerität, monetäre Finanzierung realwirtschaftlicher öffentlicher Investitionen) damit aufhören, neue Kredithilfen zu geben, um nach Abschluss dann noch ausstehender Geschäfte aufgelöst zu werden.

Gelegentlich wird vorgeschlagen, ein Insolvenzverfahren für Staaten einzuführen. Was aber sollte dies anderes sein, als ein kaschiertes Semi-Bailout- und Transfer-Verfahren? Man soll das einfach den Gläubigern und Schuldern überlassen, die in einem gegebenen Fall involviert sind, und sich nicht in die Kredit- und Schulden-Angelegenheiten seiner Nachbarn einmischen.

### ***Das Eurosystem und die EZB neu ausrichten***

Der gesetzliche Auftrag der EZB ist heute nur unzureichend festgelegt. Nach Art. 127 AEUV soll das Eurosystem für 'Preisstabilität' sorgen und die 'allgemeine Wirtschaftspolitik der Union unterstützen.' Was das heißen soll, bleibt der freihändigen Auslegung des EZB-Rats überlassen. Ironischerweise gibt es keine europäische Konjunkturpolitik, welche die EZB beeinflussen könnte, dafür eine europäische Ordnungspolitik bezüglich des gemeinsamen Marktes, wofür die operative Geldpolitik jedoch ohne Relevanz ist. Zur Geldmengenpolitik und Zinspolitik der EZB, den beiden grundlegenden Optionen einer Geldpolitik, gibt es

keine Angaben.<sup>36</sup> Gegenwärtig mag das nicht allzu wichtig sein, da die Entscheidung über knapperes oder lockeres Geld sowieso von der primären Kreditgeldschöpfung der Banken bestimmt wird. Darauf hat der Zentralbank-Zinssatz keinen maßgeblichen Einfluss und die Zentralbank refinanziert die betreffenden Mengen Giralgeld in jedem Fall zum nötigen Bruchteil.

Art. 128 AEUV gibt der EZB das Banknoten-Monopol. Banknoten aber stellen heute nur noch 9–17% der liquiden Geldmenge M1 dar, Münzen um 1%. Bargeld ist nur noch eine dem Giralgeld der Banken technisch untergeordnete Wechselmenge und für die Geldschöpfung strukturell irrelevant. Das dominierende und System-bestimmende Zahlungsmittel ist das Giralgeld. Das Giralgeldregime hat die Geldpolitik der Zentralbank unterminiert und weitgehend wirkungslos gemacht. Wissenschaft und Politik aber behandeln das Giralgeldregime noch immer wie den sprichwörtlichen 'elephant in the room'.

Eine Zentralbank sollte unabhängig und unparteiisch sein, ja, aber nicht nur gegenüber Einflüssen und womöglich Anweisungen der Regierung, sondern auch gegenüber den partikularen Interessen der Banken und Finanzindustrie. Eine Zentralbank sollte operativ eine diskretionäre Geldpolitik verfolgen können, das heißt, je nach Situation nach eigenem Ermessen, ja, aber nur auf der Grundlage eines wohldefinierten und ausreichend spezifizierten gesetzlichen Mandats.

Was die Statuten angeht, gehören die absurden Stimmrechte im EZB-Rat unbedingt korrigiert. Heute hat nach Art. 10.2 der EZB-Statuten jede der 19 Nationalbanken im Eurosystem 1 Stimme. Die sechs Mitglieder des Direktoriums einschließlich Präsident und Vize-Präsident haben ebenfalls je 1 Stimme. Die Stimmrechte differieren bei 16–22 Mitgliedstaaten, wie es aktuell der Fall ist. Die fünf größten Euroländer teilen sich nun 4 statt 5 Stimmen, die anderen Mitglieder teilen sich 11 statt 14 Stimmen. In beiden Ländergruppen werden die Stimmen rotierend ausgeübt. Ob ein Land 'groß' oder 'klein' ist, richtet sich zu 5/6 nach dem nationalen BIP und zu 1/6 nach der aggregierten Bankenbilanz eines Mitgliedstaats. Im Ergebnis haben jeweils 4 Euroländer kein Stimmrecht. Ebenso haben kleinste Mitglieder wie Malta oder Zypern dasselbe Stimmrecht wie die größten. Ab 22 Mitgliedstaaten würde wieder eine andere Regelung gelten. Das Ganze ist ein Steilpass für Satiriker.

Künftig, wie es in jeder Finanzinstitution gang und gäbe ist, sollten die Stimmrechte die nationalen Anteile an der Finanzierung und Haftung widerspiegeln.<sup>37</sup> Der Anteil der Euroländer am Eigenkapital der EZB berechnet sich aus der Bevölkerungszahl und dem BIP. Nach diesem Schlüssel wird auch der Zentralbank-

---

<sup>36</sup> Sämtliche Gesetze zur EZB und zum Eurosystem finden sich auf [www.ecb.europa.eu/ecb/legal/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/html/index.en.html).

<sup>37</sup> Siehe auch Sinn 2015, a.a.O., 49, 156f.

gewinn auf die Mitgliedstaaten aufgeteilt, ebenso allfällige Verluste, also die Haftung für Verbindlichkeiten oder eine Rekapitalisierung der EZB.

Zum Beispiel könnten die Mitgliedstaaten 100 Stimmen nach diesem Schlüssel unter sich aufteilen, gerundet zur nächsten ganzen Zahl. Zusätzlich könnten die Mitglieder des Direktoriums je fünf Stimmen haben. Bei Stimmengleich entscheidet der Präsident.

Obwohl die EZB in ihrer konkreten Geldpolitik unabhängig sein soll, muss es doch gewisse 'Checks' dieser überstaatlichen Macht geben. Dazu gehört ein spezifiziertes gesetzliches Mandat betreffend die Aufgaben, Zielgrößen, Kernindikatoren und das Instrumentarium der Geldpolitik der EZB und des Eurosystems.

Unabhängig von vorgesehenen Verfahren der Rechnungsprüfung muss es dem EU-Parlament, der EU-Kommission und den nationalen Regierungen möglich sein, zusätzliche externe Prüfungen der EZB bzw. nationalen Zentralbanken anzuordnen. Es muss klar sein, dass die EZB und die Nationalbanken der Verwaltungs- und Strafgerichtsbarkeit unterliegen.

Ein anderer 'Check' bezieht sich auf die Amtsdauer des Direktoriums. Sie sollte vier statt acht Jahre betragen, dabei durchaus bis zu zweimal erneuerbar sein statt nicht-erneuerbar wie heute (Art. 11 der EZB-Statuten). Vor allem sollte es die Möglichkeit der außerplanmäßigen Ersetzung von Mitgliedern des Direktoriums geben, einschließlich des Präsidenten und Vize-Präsidenten, sicherlich auf der Grundlage eines wohldefinierten Ausnahmeverfahrens.

Alle Nationalbanken im Eurosystem sollten rein staatliche Organe mit dem Status einer obersten nationalen Behörde sein. Soweit noch relevant, sollte es sich nicht mehr um eine Aktiengesellschaft handeln, schon gar nicht mit Anteilen in Privatbesitz.

Was die Geschäfte der EZB angeht, sollte die Akkumulation von täglichen Zahlungsdefiziten im Zahlungssystem TARGET2 ausgeschlossen werden. Eine derartige Defizit-Anhäufung ist ein Mechanismus der faktisch unkontrollierten Geldschöpfung in der Euro-Schuldenunion. Stattdessen muss es einen Mechanismus der wöchentlichen oder monatlichen finalen Zahlung geben, vielleicht ähnlich dem betreffenden Mechanismus im US Federal Reserve System.

ELA Kredite (Emergency Liquidity Assistance), die von einzelnen Nationalbanken an heimische Banken vergeben werden, sollten nicht länger erlaubt sein. Auch ELA ist faktisch nur ein Mechanismus, um nationale Verbindlichkeiten und Risiken auf alle Mitglieder der Währungsunion zu verteilen. Ein mögliches 2/3 Veto des EZB-Direktoriums gegen ELA Kredite hat sich als eine abstrakte Option erwiesen. Das Zentralbankgeld im Eurosystem kann nicht 'dezentral' von den Nationalbanken kontrolliert werden. Die Währungsunion beruht darauf, die Geldhoheit an die EZB und ihre Beschlussorgane zu übertragen. Eine kohärente Euro-

Geldpolitik kann es nicht geben, wenn, sobald national unter Druck, einige der 19 angeblich immer noch 'unabhängigen' und 'souveränen' Zentralbanken im Eurosystem anfangen, verschiedene Maßnahmen zu ergreifen.

Die EZB und betreffende nationale Regierungen sollten aufhören, Zombiebanken künstlich über Wasser zu halten. Die faulen Kredite dieser Banken sollten abgeschrieben und die betreffenden Banken abgewickelt oder rekapitalisiert werden, nötigenfalls auch durch zeitweilige Verstaatlichung.

Staatsanleihen, die von Banken gehalten werden, sollen Eigenkapital unterlegt werden müssen wie andere Finanzaktiva auch.

Das Projekt einer künstlich forcierten Bankenunion besteht aus weiteren fehlgehenden Schritten zu einer 'immer engeren Union'. Eine Zentralbank ist heute 'Bank der Banken' bezüglich deren regulärer Refinanzierung. Aber die Einmischung der Zentralbanken in das Bankengeschäft selbst (als Aufsichtsbehörde) und gar eine Verantwortung der EZB für das Überleben der Banken in der Eurozone ist weit übers Ziel hinausgeschossen.

Bail-in vor Bail-out wiederum, wie zuerst in den USA durch Dodd-Frank eingeführt, mag die Staatskasse schonen, bedeutet aber die Zwangskapitalisierung einer Bank durch ihre Kunden. Bankenrettung bleibt dies gleichwohl. Zu solchen Regelungen greifen Regierungen gerne, um ihre Interventionen nicht durch Steuermittel finanzieren zu müssen.

Ansonsten handelt es sich bei der Bankenunion um nichts anderes als die Vergemeinschaftung von Bankverbindlichkeiten und wackligen Bankforderungen. Offensichtlich wird das bei der vergemeinschafteten Einlagensicherung. Im Endeffekt möchte sich jeder auf Kosten aller anderen schadlos halten. Das begann bereits mit dem von Frankreich, Italien und Spanien durchgedrückten Beschluss vom Juni 2012, Mittel des ESM direkt dafür zu verwenden, Insolvenz-gefährdete Banken zu retten. Auch die EZB-Bilanz bestand schon zu jener Zeit zu rund drei Vierteln aus Forderungen an Banken südlicher Euroländer.

Ein weiterer Baustein der immer engeren Schuldenunion besteht darin, die EZB mit der Aufsicht über die als 'systemisch relevant' eingestufteten Banken betraut zu haben. Die EZB ist der wichtigste Refinanzierer der Banken in ihrem Hoheitsbereich. Man könnte von daher vielleicht meinen, die EZB habe ein Interesse daran, das Geschäftsgebaren der Banken genau im Auge zu behalten. Die unrealistischen 'Stresstests' der EZB besagen etwas anderes. Zentralbanken haben Banken nie vor Missmanagement und überschießender Geldschöpfung bewahrt. Denn die Zentralbanken refinanzieren die Banken eben immer, und umso mehr in einer Krisensituation. Gegenwärtig jedoch presst die Niedrig- und Negativzinspolitik der EZB die Zinsmarge der Banken über die Maßen zusammen. Dies trägt

zur Destabilisierung des Bankensektors bei, was gewiss nicht die Funktion eines Bankenaufsehers sein sollte. Hier besteht eine unhaltbare Interessenkollision.

Eine Zentralbank ist für die Währung und das Geld in dieser Währung zuständig, nicht für die Geschäfte der Banken und Finanzmärkte. Im heutigen Giralgeldregime jedoch wurzelt die konfuse Zuschreibung von Funktionen zu den Zentralbanken und teils auch Regierungen in jenen Fehlkonstruktionen, die im Abschnitt zum Geldsystem schon angesprochen wurden. Dazu gehört insbesondere die falsche Identität von Geld und Kredit, und damit die Verquickung von Geldschöpfung bzw Geldvernichtung einerseits mit dem Darlehens- und Investmentgeschäft der Banken andererseits. Aufgrund dessen sind die Banken und refinanzierenden Zentralbanken eines Währungsgebiets in disfunktionaler Weise aneinander gekettet, und die Zentralbanken selbst sind viel zu verstrickt in das Bankengeschäft, um die neutrale und unparteiische Instanz zu sein, die sie sein sollten. Von daher hätten die betreffenden Aufsichtsfunktionen der bereits bestehenden Europäischen Bankenaufsicht übertragen werden sollen, wobei die institutionelle Verbindung zwischen deren Beschlussgremien und der EZB und Finanzindustrie gekappt gehören.

### **Geldreform**

An diesem Punkt hat die Analyse endgültig strukturelle Aspekte des Geld- und Bankwesens erreicht. In einer fast vollständig monetarisierten und finanzialisierten Wirtschaft ist die Geldordnung die bestimmende Grundlage und Rahmenbedingung für das, was in der Finanz- und Realwirtschaft zum besseren und schlechteren möglich ist. Erstaunlicherweise ist man sich dessen nicht sonderlich gewärtig, und damit auch nicht des Sachverhalts, dass Kapitalmärkte und Wirtschaft nicht optimal funktionieren können, wenn das Geldsystem nicht optimal funktioniert. Die heutige Identität von Geld und Kredit, von Geldsystem und Bankensystem, wird unhinterfragt hingenommen und nicht als Problem erkannt. Dabei ist es doch offensichtlich, dass das, was Banken von nicht-monetären Finanzinstituten und anderen Nichtbanken unterscheidet, das Giralgeldprivileg der Banken ist. Dadurch hat das Giralgeld faktisch einen bestimmenden Vorrang vor dem Zentralbankgeld erlangt und der Bankensektor faktisch die Geldhoheit des Staates gekapert.

Solange praktisch und paradigmatisch die Identität von Geld und Kredit besteht, sind die Geldpolitik der Zentralbanken und die Bankengeschäfte allzu eng miteinander verzahnt, freilich asymmetrisch, indem die Zentralbanken den monetären Aktionen der Banken, die sie doch angeblich kontrollieren, reaktiv nachgeordnet sind. Solange monetär fast alles durch die pro-aktive Giralgeldschöpfung der Banken im Zuge ihrer Kredit- und Investmentgeschäfte bestimmt wird, so lange kann es eine wirksame Geldpolitik der Zentralbanken nicht geben, sondern im-

mer nur nachträglichen Vollzug, insbesondere auch Krisenmanagement, der monetären Tatsachen welche die Banken im Vorlauf in die Welt setzen.

Eigentlich müsste die No-Bailout Regel bezüglich der Staatsfinanzen um eine komplementäre No-Bailout Regel bezüglich der Banken vervollständigt werden. Mancherlei bürokratische Bankenregulierung wird denn auch damit gerechtfertigt, künftige Bankenrettungen auf Kosten der Staatskasse zu vermeiden. Dass man nicht zögert, als Alternative dazu Bankkunden einen Bail-in zuzumuten, also nichts anderes als einen Privat-Bailout, ist nicht stimmig, liegt in diesem Fall aber im gemeinsamen Interesse der Regierung und der Banken. Aber neue Basel-Regeln zur Liquidität und zum Eigenkapital der Banken, *Living Wills* nach Dodd-Frank (selbst erstellte Abwicklungspläne), oder welche Maßnahmen auch immer, sie werden letztlich nicht viel helfen, solange das Giralgeldprivileg der Banken fortbesteht, die Zentralbanken eine wirksame Geldpolitik deshalb nicht betreiben können und das Geld der Leute als Geisel in den Bankbilanzen gehalten wird.

Das Geldsystem als grundlegende Rahmenbedingung und als Wurzel von Finanzkrisen ist kein spezielles Merkmal des Euro. Auch Dollar, Pfund, Yen, Yuan usw. sind Währungen eines strukturell gleichen Geldsystems, mit den gleichen Krisen und dem gleichen Krisenmanagement, letzteres sicherlich verschieden nach Timing und Details, was zu unterschiedlich gemischten Ergebnissen führt. Längst bringen auch die Währungen und Geldsysteme der neuindustriellen Länder und Entwicklungsländer dieselben Phänomene und Probleme hervor.

Ein Unterschied zum Nachteil des Euro besteht jedoch darin, dass selbst große Banken- und Finanzkrisen die Existenz der Währungen betreffender Länder (Dollar, Pfund, Yen usw.) nicht in Frage stellen, da hinter diesen Währungen ein Nationalstaat und eine nationale Identität stehen. Da liegt der schwache Punkt des Euro, dem divergente Nationalitäten faktisch, teils auch absichtlich, zusetzen.

Unabhängig davon werden Banken-, Überinvestment- und Überschuldungskrisen immer wiederkehren, je mehr sich ein Giralgeldregime der Banken etabliert hat und dieses das staatliche Vollgeld von Regierung (Münzen) und Zentralbanken (Papiergeld, Interbanken-Reserven) verdrängt. Daraus folgt zugleich, dass auch in künftigen Krisen der Sachzwang weiterbesteht, Großbanken und den Bankensektor insgesamt auf öffentliche und private Kosten retten zu müssen. Dem ist so, eben weil im Giralgeldregime Geld und Bankenkredit eine falsche Identität darstellen und die Existenz des Geldes mit der Existenz der Banken steht und fällt; anders gesagt, weil das Geld der Leute und der Firmen kein gesetzliches Zahlungsmittel in eigenem Recht und mit eigener Existenz ist, sondern lediglich eine fraktional gedeckte Verbindlichkeit in den Bankbilanzen, eine in Wahrheit stets fragile Forderung der Kunden an ihre Bank.

Das Darlehens- und Investmentgeschäft der Banken einerseits und das Geld- und Zahlungsmanagement andererseits sind heute gleichsam fusioniert, ebenso wie

die Mittel der Kunden und die Eigenmittel einer Bank nicht separat voneinander gehalten, sondern über ein und dasselbe Zentralbankkonto einer Bank verwaltet werden. Ist das Geschäft der Banken bedroht, sind auch das Giralgeld und der bargeldlose Zahlungsverkehr bedroht, und damit die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft überhaupt.

Vor diesem Hintergrund sollten die Akteure der Währungsunion in ihrer verzweifelten Suche nach wirksamen 'unkonventionellen' Mitteln und Möglichkeiten schließlich jene ins Auge fassen, die die meisten von ihnen bisher krampfhaft übergehen: Vollgeld, eine Reform der Geldschöpfung, welche die falsche Identität von Geld und Bankenkredit aufhebt, indem das Giralgeld durch Zentralbankgeld ersetzt wird, oder auch dadurch, dass die Zentralbanken digitales Bargeld in Nachfolge des traditionellen Bargelds (Münzen, Banknoten) in Umlauf bringen.<sup>38</sup> Was die Eurozone betrifft, würden diese Mittel – Vollgeld i.S. unbeschränkter gesetzlicher Zahlungsmittel – ausschließlich von der EZB in Umlauf gebracht.

Das heutige Giralgeld wird durch die Unterstützung der Zentralbanken und Regierungen gewährleistet, soweit dies eben möglich ist. Die Banken erzeugen das Giralgeld gemäß ihren eigenen Interessen, aber sie können ihm weder Gültigkeit verschaffen noch Wert geben. Seine Gültigkeit erhält das Giralgeld in einer bestimmten Währung durch Zentralbank und Regierung; sein Wert, das heißt seine Kaufkraft, beruht auf dem realen Output der Wirtschaft. Auch unter diesem Aspekt ist das Giralgeldprivileg der Banken illegitim und disfunktional. Aber die Ausbreitung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs in den letzten 100–150 Jahren hat es mit sich gebracht, dass die Geldhoheit nun faktisch vor allem bei den Banken liegt, nicht mehr bei den Regierungen bzw staatlichen Zentralbanken, wo sie staats- bzw verfassungsrechtlich gesehen als monetäre Prärogative hingehört, in einer Reihe mit den Monopolen der Gesetzgebung, Rechtsprechung, gebietskörperschaftlichen Verwaltung, dem Steuer- und Gewaltmonopol.

Eine Reform der Geldschöpfung, die das Giralgeld nach und nach ausschleust und Vollgeld an seine Stelle setzt, würde die Kontrolle über den frei schöpfbaren Geldbestand herstellen und dadurch eine wirksame Geldpolitik der Zentralbanken im Interesse einer stabilen Finanzwirtschaft und produktiven Realwirtschaft ermöglichen. Wie bisher das traditionale Bargeld, so würde sich auch ein digitales Vollgeld auf Konten und mobilen Speichern im sicheren Besitz der jeweiligen Halter befinden. Ein Vollgeldsystem ermöglicht ein jederzeit ausreichendes, stabiles und flexibel justierbares Geldangebot. Es würde den extremen Übersteuerungen der Finanz- und Wirtschaftszyklen von heute Grenzen setzen und damit auch problematischen Zinsniveaus, Inflationsraten, Wechselkurschwankungen, Asset Inflation und Blasenbildung vorbeugen. Als willkommenes

---

<sup>38</sup> Literatur und Beiträge zum Thema 'digital cash' auf [www.vollgeld.de/sichere-trennkunden-und-digitales-geld](http://www.vollgeld.de/sichere-trennkunden-und-digitales-geld).

Nebenprodukt würde die Übergangs-Seigniorage, die infolge einer Vollgeld-Einführung einmalig anfällt, es außerdem ermöglichen, die Staatsschulden erheblich zu verringern, ohne das Heulen und Zähneklappern von Kapitalschnitten und Austeritätsauflagen.<sup>39</sup>

### **Ausblick. Die Chancen einer konsolidierten EU und einer Neuausrichtung der Währungsunion**

Durch das Brexit-Referendum vom Juni 2016 deckt sich die Eurozone künftig mit einem relativ noch größeren der Teil der EU. Nach acht Jahren problematischer Bailout-Politik und verschleppter Kapital- und Schuldendeflation, muss man nun in der Tat davon ausgehen, dass das Schicksal der EU und des Euro voneinander abhängen - die Zukunft der EU von einem erfolgreich neu ausgerichteten Euro, und die Zukunft des Euro von einer erfolgreich konsolidierten EU.

Mit der Brexit-Abstimmung ist die 'immer engere Union' für lange Zeit definitiv vom Tisch, auch wenn manch einer sich noch sträubt, das wahrzuhaben. Ebenso vom Tisch ist die weitere Expansion der EU in Richtung Osten, Türkei und Südosten sowie Nordafrika. Selbst hartnäckige Eurokraten und gläubige pan-europäische Idealisten sollten verstehen, dass eine EU-Politik des 'Weiter so, jetzt erst recht' nur noch Widerstand gegen die immer engere Union und EU-Erweiterung hervorruft.

Die Krisenpolitik der zurückliegenden Jahre hat die Nord-Süd-Divergenz im Eurosystem offen gelegt. Dabei wurde deutlich, dass die Europolitik, die anfangs noch von Gläubiger-Interessen dominiert wurde, seit etwa 2012 zunehmend von Schuldner-Interessen bestimmt wird. Die kontroverse EZB-Politik wird inzwischen durch die Interessen der südlichen Euroländer und Frankreichs bestimmt. Was die verschiedenen Auffassungen zur Geld- und Fiskalpolitik angeht, so sind Deutschland und Italien die Antipoden unter den großen Ökonomien, während Frankreich mal als nördliches, mal als südliches Euroland auftritt und die Beschlusslage dementsprechend bestimmt.

Wie die Geldgeschichte Frankreichs seit über dreihundert Jahren zeigt, ist Frankreich im Zweifelsfall, wie Italien, eher für eine laxe Geldpolitik als, wie Deutschland, für eine Politik der Geld- und Währungsstabilität. Von Beginn der Krise an hat Frankreich auf Bailouts bedrohter Banken und Staatsschulden sowie auf eine Vergemeinschaftung von Schulden gedrängt, und damit maßgeblich den Bruch des No-Bailout Artikels und die Dethematisierung interner Anpassung mit her-

---

<sup>39</sup> Zu Gründen, Prinzipien und Details einer Vollgeldreform vgl u.a. Die Vollgeld-Reform, hg.v. Verein Monetäre Modernisierung, Solothurn: Edition Zeitpunkt, 2012. – Thomas Mayer / Roman Huber 2014: Vollgeld, Marburg: Tectum. – Timm Gudehus 2016: Neue Geldordnung, Wiesbaden: Springer/Gabler. – Joseph Huber 2016: Monetäre Modernisierung, 5. neu bearb. Auflage, Marburg: Metropolis. – Webadressen: [www.vollgeld.de](http://www.vollgeld.de), [www.monetative.de](http://www.monetative.de), [www.vollgeld-initiative.ch](http://www.vollgeld-initiative.ch), [www.internationalmoneyreform.org](http://www.internationalmoneyreform.org).

beigeführt. Drei deutsche Amtsinhaber (Stark, als Chefökonom und Direktionsmitglied der EZB; Weber, als Präsident der Bundesbank; faktisch auch Köhler, als deutscher Bundespräsident) traten zurück aus Protest gegen den Marsch in die Schulden- und Haftungsunion. Gekümmert hat das niemanden, auch in der Regierung Merkel nicht. Für einen Euro-Neustart und eine Konsolidierung der EU verheißt das leider nichts Gutes.

Der Öffentlichkeit gegenüber bleibt Frankreich lieber in Deckung und überlässt den konfrontativen Teil der Europolitik anderen nördlichen Euroländern. Deutschland war dagegen unbedacht genug, gleich mehrere Vertreter in leitender Rolle in den ESM und die Troika zu entsenden und ihnen bzw dem Land damit eine Gläubiger-Führungsrolle aufzubürden, vor der andere wohlweislich zurückschreckten. Man hätte wissen können, wenn jemand 'Germans to the front' ruft, dass die Sache einen Haken hat.

Unter den Euroländern können im Prinzip alle nördlichen Länder, vom Nordwesten bis zum Osten, als Befürworter eines Neustarts und einer Neuausrichtung des Euro gelten, nicht ohne Bedenken und Vorbehalte im einzelnen, etwa bezüglich der Stimmrechte, aber grundsätzlich wohl schon. Frankreich dürfte sich weiterhin rhetorisch als nördliches Land präsentieren, aber einen Euro-Neubeginn nicht wirklich unterstützen. Im Euro-Süden könnten Spanien und Portugal ihre Unterstützung zum Ausdruck bringen, aber wie weit das tatsächlich ginge, ist unklar.

Griechenland und Italien dürften es vorziehen, weiterhin Bailouts oder fiskalische Erleichterungen und andere Ausnahmeregelungen zu fordern. Vielleicht wäre das mit der Drohung verbunden, andernfalls aus dem Euro auszusteigen, wobei eine solche Drohung vor allem politischer und geostrategischer Natur ist. Wenn Frankreich einen Euro-Neustart wirklich unterstützen würde, und wäre die Geld- und Fiskalpolitik in einer neu ausgerichteten Eurozone glaubhaft, könnten Italien und Griechenland den Euro verlassen, ohne dass die Gemeinschaftswährung deshalb gleich auf dem Spiel stünde.

Zwischen den divergierenden Interessen in der Eurozone ist Frankreich der entscheidende Akteur. So wie die Zukunft der EU nun von der Zukunft des Euro abhängt, so hängt die Zukunft des Euro davon ab, auf welche Seite der Nord-Süd-Divergenz Frankreich sich schlägt. Frankreich muss aus der Deckung kommen und eindeutig für einen Euro-Neustart Partei ergreifen. Tut es das nicht, wird wohl die deutsch-französische Kooperation, die einem gewissen Stress bereits ausgesetzt ist, mit einem Euro-Zerwürfnis enden – was dann der Anfang vom Ende des Euro sein dürfte.

In den Tagen nach dem Brexit-Referendum haben eine Reihe von verschnupften EU-Granden verlautbart, die Engländer würden sich nur selbst schaden, so als seien die Engländer ihrer eigenen EU-Propaganda zum Opfer gefallen. Ein Stück

weit mag das zutreffen. Dessen ungeachtet haben die Engländer dann die richtige Wahl getroffen, *wenn* die Kontinentaleuropäer sich als unfähig erweisen, den Euro neu zu auszurichten und die EU zu konsolidieren. Wer zuletzt lacht, lacht am besten. Auf beiden Seiten des Ärmelkanals sollte man sich ehrlicherweise eingestehen, dass die Folgen des Brexit-Votums – Fragen, wer wieviel von was gewinnen oder verlieren könnte – momentan noch völlig unklar sind.

Unter den gegenwärtigen Bedingungen ist kein Schritt ohne politisches Risiko. Aber den Kurs des europäischen Projekts im Sinn einer Konsolidierung der EU zu korrigieren, ist eine Überlebensnotwendigkeit, ebenso wie ein Neustart des Euro: keine Bailouts und zwischenstaatlichen Finanzhilfen mehr, keine Schuldenvergemeinschaftung, keine gemeinsame Finanzhaftung, stattdessen interne nationale Anpassung. Zugleich würde dies politisch der *Front National* und anderen neonationalistischen Bewegungen Wind aus den Segeln nehmen.

Im November 2011, als die Eurokrise anfang zu laufen, war ich nach Padua eingeladen, um über die Schuldenkrise und Geldreform zu sprechen. Zu meiner Überraschung wurde wiederholt die Frage gestellt, ob es denn stimme, dass Deutschland plane, den Euro zu verlassen und die Mark wieder einzuführen. In Deutschland hatte an eine solche Wendung dieser Geschichte offiziell niemand gedacht. Nach einer Weile dämmerte mir, dass die Italiener eine ziemlich realistische Einschätzung der Situation ihrer Staatsfinanzen und Banken hatten, wobei sie die Nord-Süd-Divergenz in der Eurozone mit dem Nord-Süd-Gefälle in Italien verglichen. Wenn sie sich in die Lage des Euro-Nordens versetzten, würden sie sich vielleicht wünschen, ihre Bindung an ein 'Fass ohne Boden' zu kappen.

In der Tat, sollte ein Kurswechsel zu einem Neustart des Euro, einer Neuausrichtung des Eurosystems und einer Konsolidierung der EU nicht stattfinden, so wird der fortgesetzte Marsch in die immer engere Schulden-, Haftungs-, Bailout- und Transferunion zu fortgesetzter Stagnation und allmählichem Niedergang führen. Das schließliche Auseinanderbrechen der EWU und EU könnte dann von nördlichen ebenso wie südlichen Ländern ausgehen – um Europa in einen Flickenteppich mittlerer und kleiner Nationalstaaten auseinanderfallen und insgesamt historisch der Irrelevanz anheimfallen zu lassen, ähnlich dem Schicksal des antiken Griechenland.