

„Glücksfall Euro“

Ein Kommentar zum gleichnamigen Artikel

von Prof. Bernd Rürup im Handelsblatt

von

Karl-Heinz Tödter und Gerhard Ziebarth¹

05.04.2023

Im Handelsblatt vom 15./16./17. März 2024 schreibt Bernd Rürup, dass die Einführung des Euros ein hochumstrittenes Projekt war, doch angesichts der **aktuellen** geopolitischen Verwerfungen sei es eine der klügsten Entscheidungen in der europäischen Nachkriegsgeschichte gewesen. Also hat sich der Euro erst **nachträglich**, durch nicht vorhersehbare sicherheitspolitische Bedrohungsszenarien, als Glücksfall erwiesen.

Die Gemeinschaftswährung wies von Anfang an Konstruktionsmängel auf und die EZB operierte bislang etwa die Hälfte der Zeit im Krisenmodus. Die am 7. Februar 1992 im Vertrag von Maastricht vereinbarten drei Säulen der EWU gerieten mit zunehmender Dauer ins Wanken: Die **Unabhängigkeit** der EZB wurde durch die Übernahme weiterer Aufgaben untergraben,² das Verbot der monetären **Staatsfinanzierung** wurde formal-juristisch umgangen und **Preisstabilität** wird im offenen System eines „dualen Mandats“ flexibel uminterpretiert.³ Per Zufall zum Glücksfall oder doch kein Glücksfall?

Rürup stellt fest, dass der Euro mehr war als ein ökonomisches Projekt. Das ist richtig. Für Frankreich und einige Länder in Südeuropa war der Euro im Sinne eines politischen Projekts ein probates Mittel, um die „Macht der Bundesbank“ und die Dominanz der D-Mark zu brechen. Bundeskanzler Helmut Kohl habe die D-Mark geopfert, weil er den Euro als ein „Synonym für Europa“ angesehen habe. Sind wir denn heute, so ist zu fragen, einer Politischen Union in Europa näher als bei Unterzeichnung des Vertrags von Maastricht? Der Euro ist von einer Friedensidee zum Zankapfel geworden, meint Hans-Werner Sinn.⁴ Bundeskanzlerin Merkel ging in ihrer Regierungserklärung am 19.05.2010 so weit, den Euro mit dem Schicksal ganz Europas zu verknüpfen: „Scheitert der Euro, dann scheitert Europa.“ Ist das wirklich so?

¹ Mitglieder im Aktionskreis „Stabiles Geld“: <https://aktionskreis-stabiles-geld.de/>

² So durch mikro- und makroprudenzielle Aufsicht, grüne Geldpolitik, Operationen an der Grenze zur Finanzpolitik mit massiven Ankäufen von Staatsanleihen (*Quantitative Easing*) und faktische Garantie der Mitgliedschaft der Euroländer in der Eurozone, mit Mario Draghi „Whatever it takes“ – Rede im Jahr 2012.

³ Erkennbar u.a. an den Kursänderungen im zweiten „Strategy Review“ der EZB im Jahr 2022 und an der Konzeption optimaler Politikprojektionen (OPP) des Eurosystems, bei denen explizit eine Abwägung zwischen Preisstabilität und wirtschaftlicher Aktivität vorgenommen wird; vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Dezember 2023, S. 40.

⁴ Vgl. Sinn, H.W. (2015): Der Euro – von der Friedensidee zum Zankapfel, München, Hanser.

Zweifellos hat die Gemeinschaftswährung beim grenzüberschreitenden Zahlungs- und Reiseverkehr durch den Wegfall von Transaktionskosten sowie dank des Stabilitätsverlustes der D-Mark durch den Wegfall von Wechselkursrisiken und Inflationsprämien ökonomische Vorteile für Unternehmen und Bürger gebracht, vor allem in den südlichen Ländern. Doch wenn Rürup schreibt, der *„wohl größte Gewinner des gemeinsamen Marktes und der gemeinsamen Währung ist Deutschland mit seiner exportabhängigen Industrie,“* so verknüpft er den großen Nutzen des gemeinsamen Marktes, der lange vor dem Euro bestand, unzulässigerweise mit dem Projekt der Gemeinschaftswährung. Zudem sind die europäischen Importländer wohlfahrtsökonomisch die Nutznießer und nicht die Exporteure, da erstere mehr konsumieren können als sie an Einkommen erwirtschaften. Wer anders argumentiert, redet einem Neo-Merkantilismus das Wort. Nicht vergessen werden sollte auch, dass der abrupte Rückgang der Realzinsen in einigen Ländern, z.B. Spanien, zu starken *Boom-Bust*-Verwerfungen im Wohnungsbau und an den Immobilienmärkten geführt hat.

Wie groß sind eigentlich die ökonomischen Vorteile der Gemeinschaftswährung? Felbermayr (Wifo), Gröschl (Ifo) und Heiland (IfW) haben die komplexen Auswirkungen einer hypothetischen Rückabwicklung der EU-Integration auf Produktion, Handel und Konsum für viele Länder in sieben verschiedenen Szenarien (S1 -S7) untersucht, darunter den Abbau des Europäischen Binnenmarktes (S2) und die **Abschaffung des Euro und Auflösung der Eurozone** (S3).⁵ Der Abbau des Europäischen Binnenmarktes (S2) würde den realen Konsum in Deutschland stark reduzieren, um schätzungsweise 3,6% pro Jahr. Dagegen hätte die Abschaffung des Euro (S3) nur einen Effekt von -0,7%. Im Szenario S3 gibt es in allen Mitgliedstaaten negative Effekte auf den realen Konsum, allerdings sind sie sehr klein. Nur im Fall von Luxemburg und Deutschland ergeben sich – auf dem 10%-Niveau – statistisch signifikant von Null verschiedene Ergebnisse.

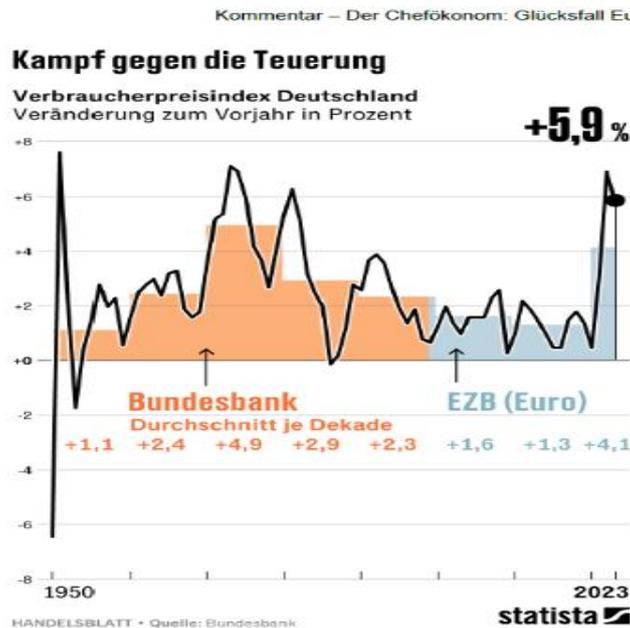
Eine der möglichen Nebenwirkungen der anhaltend expansiven Geldpolitik der EZB mit Null- und Negativzinsen sowie massiven Ankäufen von Staatsanleihen sind eine **nachlassende Unternehmensdynamik und geringes Produktivitätswachstum**. Wie die Bundesbank in ihrem aktuellen Monatsbericht vom März 2024 (S. 31) schreibt, legen empirische Studien nahe, dass die langanhaltende expansive Geldpolitik im Euroraum die Unternehmensdynamik im Euroraum belastet hat. *„So gibt es beispielsweise Hinweise darauf, dass die ausgedehnten Maßnahmen im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der anschließenden Staatsschuldenkrise den Verbleib unrentabler Unternehmen im Markt begünstigten und somit zur auffallend schwachen Unternehmensdynamik im Euroraum in der anschließenden konjunkturellen Aufwärtsphase beitrugen.“* Die Untersuchung der Bundesbank legt nahe, dass die massiv akkommodierende Zins- und Bilanzpolitik der EZB die Unternehmen z.T. *„zombifiziert“* und das Produktivitätswachstum gehemmt hat. Bereits vor 10 Jahren warnte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vor zombiehaften Verhältnissen.⁶

Die **Abbildung** im Rürup-Artikel suggeriert, dass die EZB im *„Kampf gegen die Teuerung“* erfolgreicher war als die Bundesbank. Dieser Darstellung lässt sich entnehmen, dass im

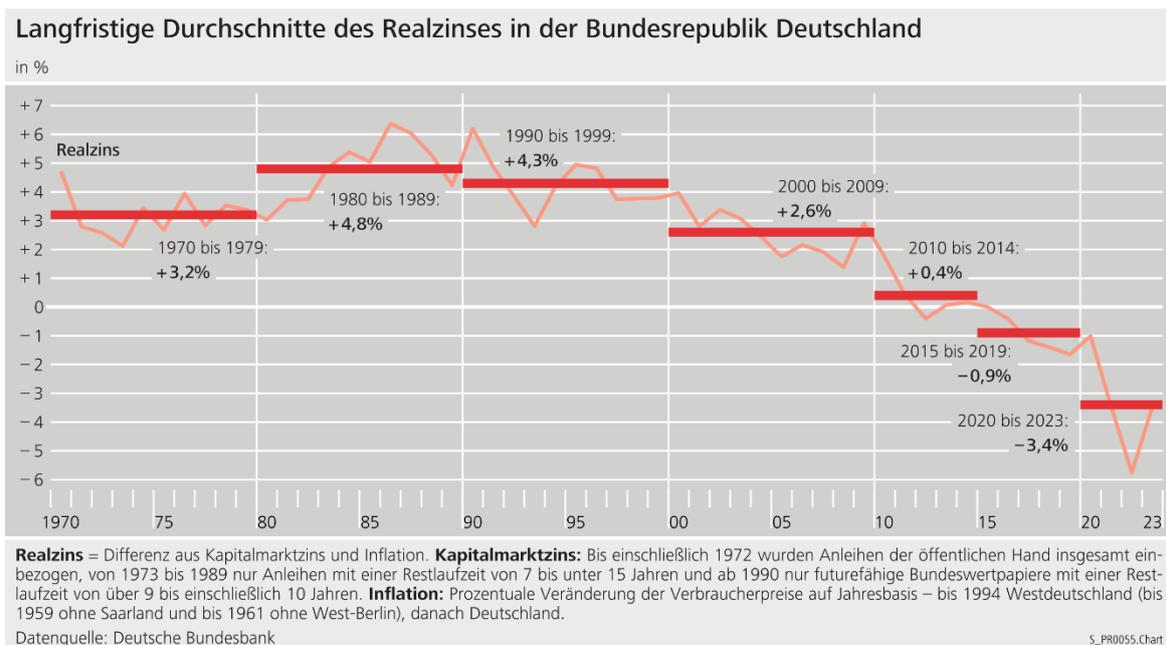
⁵ Vgl. Felbermayr, G., J. Gröschl, und I. Heiland (2022): Complex Europe: Quantifying the cost of disintegration, Journal of International Economics 138, 103647 sowie dieselben (2023): Complex Europe: Quantifying the Cost of Disintegration, EconPol, Policy Brief, Vol. 7, No. 48, February.

⁶ Vgl. Banerjee, R. und Hofmann, B.: Corporate zombies: Anatomy and life cycle; BIS WP No 882, 2022.

Durchschnitt von 1970 bis zum Beginn der EWU 1999 die Verbraucherpreise in Deutschland um rund 2,7 % pro Jahr gestiegen sind, seit Einführung des Euro waren es 1,9% p.a.

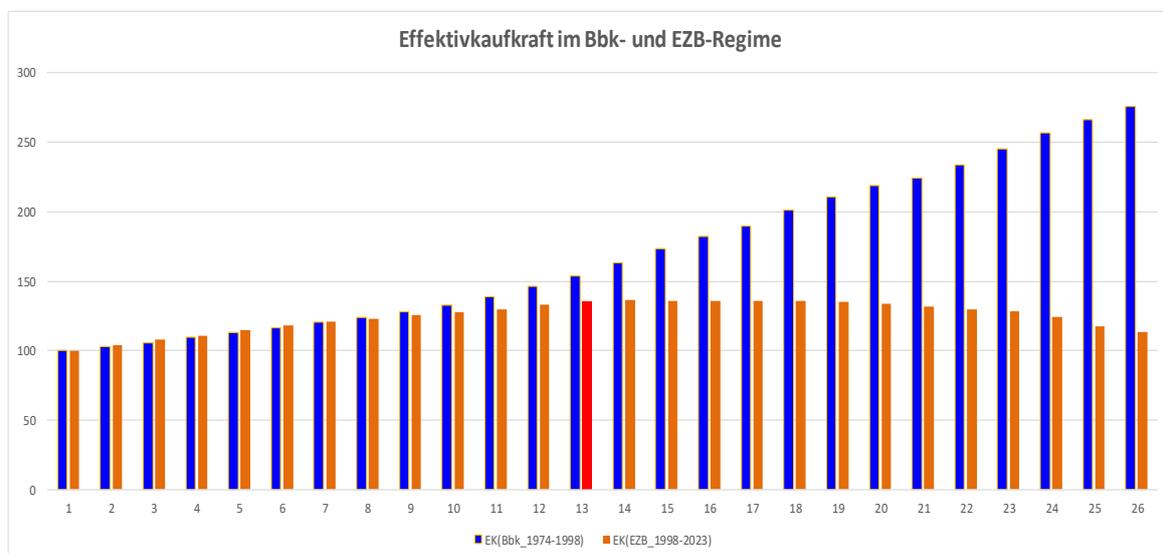


Der damit bezweckte Eindruck ist allerdings irreführend, weil er nur eine Seite der Medaille zeigt. Die nächste Abbildung zeigt langfristige Durchschnitte der Realzinsen in Deutschland seit 1970. Wie man sieht, waren die Realzinsen im Bundesbank-Regime deutlich höher als im EZB-Regime, wo sie aufgrund der expansiven Geldpolitik der EZB seit 2010 fast bei null lagen und seit 2015 sogar – und in den späteren Jahren noch deutlicher – negativ sind. Das waren, nicht nur, doch auch die Aus- und Nebenwirkungen der seit 2010 bis September 2022 ultraexpansiven Geldpolitik der EZB⁷.



⁷ Vgl. Wieland, V.: The Natural Rate and Its Role in Monetary Policy, in Michael D. Bordo, John C. Cochrane and Amit Seru (eds.), The Structural Foundations of Monetary Policy, Hoover Institution Press, March 2018.

Realzinsen ($i-\pi$) sind um den Effekt der Inflation (π) korrigierte langfristige Nominalzinsen (i). Das „Spiegelbild“ der Realzinsen sind zinsbereinigte – effektive – Inflationsraten ($\pi-i$). Das Konzept der **Effektivinflation** erweitert die konventionelle statische Inflationsmessung der Konsumentenpreise um den für Verbraucher im Lebenszyklus relevanten intertemporalen Einfluss der Nominalzinsen auf den Konsum von Gegenwarts- und Zukunftsgütern. In dem mikrofundierten Messkonzept hat eine Zinssenkung um einen Prozentpunkt (PP) denselben negativen Wohlfahrtseffekt wie eine gleichgroße Zunahme der Inflationsrate.⁸ Werden die effektiven Inflationsraten über die Zeit kumuliert, so erhält man eine Zeitreihe, deren Inverse die Entwicklung der effektiven Kaufkraft des Geldes der privaten Haushalte zeigt. Wie in der Abbildung ersichtlich ist, stieg die wohlfahrtsökonomisch relevante Effektivkaufkraft des Geldes in der ersten Dekade in beiden Regimen etwa gleich schnell. Danach stagnierte sie im EZB-Regime und geht ab 2011 sogar zurück.⁹



Im **Bundesbank-Regime** (1974-1998) stieg die wohlfahrtsökonomisch begründete Effektivkaufkraft des Geldes von 100 (1973) auf rund 276 (1998). Im **EZB-Regime** (1999-2023) nahm sie von 100 (1998) auf lediglich etwa 114 (2023) zu. Damit stieg die Kaufkraft im Bundesbank-Regime um den Faktor 2,4 stärker als im EZB-Regime. Anders ausgedrückt, im Bundesbank-Regime nahm die **Kaufkraft des Geldes** in Durchschnitt um rund **4%** pro Jahr zu, im EZB-Regime waren es lediglich **0,5%**. Wird der Zeitraum ab 2010 betrachtet, so schneidet das EZB-Regime noch deutlich schlechter ab.

In den **USA** stieg in demselben Zeitraum die Effektivkaufkraft von 100 (1998) auf 135 (2023). Mit durchschnittlich 1,2% p.a. wuchs im Fed-Regime die effektive Kaufkraft wesentlich stärker als im EZB-Regime.¹⁰

⁸ Vgl. Tödter, K.-H. und Ziebarth, G. (2021): Lifetime Cost of Living and Effective Prices: Theory and Evidence for Germany, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik (Journal of Economics and Statistics), S. 21-69.

⁹ Quelle der Daten zu Inflation und Kapitalmarktzinsen: vgl. Abbildung Realzinsentwicklung in Deutschland.

¹⁰ Gemessen an der Entwicklung der Realzinsen zehnjähriger US-Anleihen; <https://fred.stlouisfed.org/series/REAINTRATREARAT10Y>

Unsere oben (in Fußnote 8) genannte Studie kam zu dem Ergebnis, dass die finanzielle Repressionspolitik der EZB seit 2010 und verstärkt seit 2015 zu erheblichen Kaufkraftverlusten des Geldes beigetragen und zu nachhaltigen Wohlfahrtsverlusten für den Sektor der privaten Haushalte geführt hat. Das gilt insbesondere für die Kohorten der jungen Erwerbsbevölkerung. Im Verlauf der letzten 10 Jahre wurde das Modell der Bundesbank Schritt für Schritt demontiert.

Fazit: Gegen Rürups These vom „Glücksfall Euro“ sprechen drei Gründe:

- Wie die Studie der drei Wirtschaftsforschungsinstitute ergab, hat der Euro keineswegs jene herausragende ökonomische Bedeutung im Rahmen der EU, wie es immer wieder unterstellt wird.
- Der Fokus bei Rürup auf die Exporte und Außenhandelsalden ist einseitig und irreführend; eine langanhaltend akkommodierende Geldpolitik lähmt die Produktivität der Unternehmen und schwächt das Wirtschaftswachstum.
- Die von der – zeitweise ultraexpansiven – Geldpolitik der EZB induzierten Kaufkraft- und Wohlfahrtsverluste der privaten Haushalte sind hoch und nachhaltig, besonders für die Jüngeren.

Deswegen ist der Euro – trotz der unbestrittenen Vorteile – für Deutschland keineswegs ein reiner Glücksfall. Ohne eine glaubwürdige, erfolgreiche Stabilitätspolitik des Eurosystems, eine Rückbesinnung auf die Haushaltsregeln von Maastricht und substanzielle Reformen zur Stärkung der fiskalischen Disziplin droht der EWU früher oder später das Schicksal nur allzu vieler historischer Währungsverbände vor ihr. Thomas Mayer: „*Ich denke, es gilt immer noch das, was Otmar Issing, der in jeder Hinsicht unverdächtige frühere Chefvolkswirt der EZB, mal sagte: Es gab in der Geschichte keine Währungsunion souveräner Staaten, die überlebt hätte.*“¹¹



¹¹ In Wendt, A., „Der Euro wird zur Lira, die EZB zur Banca d’Italia“, Tichys Einblick, 02/2023, S. 57.