

Henrik Enderlein

# Eine Generalüberholung für den Euro

Der Euro ist in seiner ursprünglichen Form gescheitert. Befürworter der Währung machen einen Fehler, wenn sie die Renovierungsarbeiten auf die lange Bank schieben. Die Zeit drängt.

**A**uch das gestrige Maßnahmenpaket der Europäischen Zentralbank (EZB) wird daran nichts ändern: Der Euro ist in seiner jetzigen Ausgestaltung langfristig nicht überlebensfähig. Die hastigen Rettungsmaßnahmen der vergangenen Jahre, die trotzigen Worte Mario Draghis, alles zu tun, um die Währung zu bewahren, eine solide, aber halb fertige Bankenunion – all das wird nicht reichen, um den Euro in einer nächsten echten Krise zu schützen. Wenn der nächste Sturm aufzieht, dann ist nicht nur die EZB wehrlos, sondern auch die komplette europäische Finanzpolitik in einem fragmentierten Euroraum, der zwar eine Währung teilt, aber von einem einvernehmlichen Konzept, wie diese funktionieren soll, weit entfernt ist.

Egal wie man zum Euro steht – an einer Generalüberholung der Währungsunion führt kein Weg vorbei. Nach einem umstrittenen Brückenbau haben weder Brückenbefürworter noch Brückengeegner ein Interesse daran, dass das Bauwerk instabil ist. Wer die Brücke beseitigen will, muss für den kontrollierten Abriss werben. Wer die Brücke bewahren will, muss sie stabilisieren. Ein Einsturz der Brücke ist die schlechteste aller Lösungen. So ist es auch beim Euro. Doch die Brücke wird brüchiger, und niemand kümmert sich.

Es ist die politische Angst vor der nächsten großen Maßnahme – Abriss oder Generalüberholung –, die beide Seiten dazu bringt, am Status Quo festzuhalten. Die Befürworter wissen, dass politische Mehrheiten für neue Integrationschritte heute fehlen. Sie predigen weiter, die aktuelle Ausgestaltung sei stabil, und warten auf bessere Zeiten, ein integrationspolitisches Wunder, oder beides. Und Kritiker der Währungsunion wissen, dass der Wechsel in den neuen Aggregatzustand eines Regimes fester Wechselkurse mit so unüberschaubaren Risiken und langfristigen Kosten verbunden wäre, dass sich die Rückabwicklung letztlich eben doch nicht rechnet. Sie halten sich deshalb an der Hoffnung fest, Europa könnte irgendwann zur ursprünglich geplanten Maastricht-Regelunion zurückkehren.

Dieser Zustand der Debatte über den Euro ist nicht nur unbefriedigend, er ist gefährlich. Es ist an der Zeit, Klartext zum Euro zu reden. Gerade die Befürworter eines stärkeren Europas sollten nicht den Fehler machen, die Schwächen der Währungsunion permanent zu beschönigen. Das Projekt Währungsunion hat nicht den Erfolg gebracht, den es versprochen hatte. Und es ist inhärent instabil. Dazu vier sehr direkte Einschätzungen.

## Diagnose: Der Euro ist in seiner ursprünglichen Form gescheitert

Erstens: Der Euro hat nicht zu Konvergenz im Euroraum geführt, sondern zu Divergenz. Das Versprechen Maastrichts, durch die gemeinsame Währung würden sich auch Wirtschaftszyklen angleichen, der „optimale Währungsraum“ müsse also gar nicht der Startpunkt der monetären Integration sein, sondern könne diesen mit der Zeit hervorbringen, hat sich nicht bewährt. In einem Projekt mit der Bertelsmann Stiftung hat das Jacques Delors Institut Berlin gezeigt, dass die wirtschaftliche Annäherung unter den elf späteren Gründungsländern des Euros bis zur Einführung des Binnenmarktes stagnierte, dann zwischen Mitte der 1980er Jahre und dem Jahr 1999 anstieg (was auch mit dem Konvergenzprozess auf dem Weg zur Währungsunion zusammenhing), seitdem aber stark rückläufig ist. Heute befinden wir uns in diesem Euro-elf-Raum wieder auf dem Niveau von 1990. Das ist ein vernichtendes Zeugnis für die Wirtschaftspolitik in Europa. Der Euro muss durch mehr Integration im Binnenmarkt zu mehr Konvergenz geführt werden.

Zweitens: Die Maastricht-Regelunion ist gescheitert. Wer glaubte, dass eine vertragliche Vereinbarung tatsächlich Regelinhalt hervorbringen würde, musste sich eines Besseren belehrt sehen. Die auf verantwortungsvolle Einzelstaaten gebaute Stabilitätsunion hat nicht funktioniert, weil die Euroländer ihre Haushalts- und Wirtschaftspolitik eben nicht an den Anforderungen der Währungsunion ausgerichtet haben, sondern am nationalen politischen Kalkül. Diese Diagnose ist ernüchternd und macht wenig Hoffnung. Wie noch mehr Regeln das Problem mangelnder Regeleinhaltung lösen sollen, erschließt sich mir nicht. Eine politischere Währungsunion könnte die probatere Antwort sein.

Drittens: Die schlechte Wirtschaftslage macht den Euro angreifbar. Die Schulden in Europa sind zu hoch, das Wachstum ist zu niedrig. Strukturformen sind zu oft ausgeblieben. Investitionen auch. Die wichtigsten Wirtschaftsdaten Europas sind weit hinter die Vergleichswerte vieler anderer Weltregionen zurückgefallen. Das Bruttoinlandsprodukt des Euroraums liegt heute immer noch unter dem Wert von 2008. Nichts deutet auf eine schnelle konjunkturelle Verbesserung. Das heißt auch, dass die Schuldenstände in vielen Ländern nicht mehr tragfähig sind. Wie



Und stetig wacht die EZB.

Foto Helmut Fricke

soll ein Land wie Italien seinen heutigen Schuldenstand von 135 Prozent des Bruttoinlandsprodukts durch Wachstum abtragen. Durch Liegenlassen wird das Problem nur noch größer. Europa muss einen Weg finden, Strukturformen umzusetzen, wieder zu investieren und auch die geordnete Restrukturierung von Staatsschulden möglich zu machen, ohne dass damit der Austritt aus dem Euro einhergeht.

Viertens: Die EZB wird den Euro kein zweites Mal retten können – und sie sollte es auch nicht tun. Draghis Rettungsaktion vom Sommer 2012 folgte einer simplen Logik. Die EZB kündigte an, die finanzpolitisch damals nicht herstellbare Gemeinschaftshaftung im Euroraum geldpolitisch herbeizuführen. Umsetzen musste sie die Maßnahme nicht, weil allein die Ankündigung zur Stabilisierung ausreichte. Doch der Bluff ist nicht wiederholbar. Die beim Bundesverfassungsgericht vorgelegten Kriterien zur Aktivierung des Anleihekaufprogramms OMT sind äußerst restriktiv. Dass die EZB diese harten Kriterien öffentlich vorgetragen hat und damit eine Aktivierung des OMT faktisch ausschließt, zeigt, dass sie das Primat der Politik neu interpretiert sehen will. Ihr Signal lautet: Es ist nicht an der Geldpolitik, den Euro zu stabilisieren, sondern an der demokratisch legitimierten Gemeinschaft der Staaten. Damit liegt sie richtig.

Diese vier Diagnosen führen zu einem harten Zwischenfazit: Der Euro ist nicht nur in seiner ursprünglichen Form gescheitert, er ist auch inhärent instabil. Die Annahme, dass Länder sich an die abgemachten Regeln halten würden, hat sich als falsch erwiesen. Es war ein Fehler, die Währungsunion in dieser heterogenen Zusammensetzung zu wagen. Und es war naiv, zu glauben, die Heterogenität würde mit dem Euro zurückgehen. Die Euro-Krise hat Millionen Menschen hart getroffen – und zu einer echten Krisenlösung kam es nicht. Die EZB ist zum richtigen Moment in die Bresche gesprungen. Aber sie hat nur die Illusion einer Rettung erzeugt. Das brüchige Behelfsgerüst an der Brücke wird zwar mit Stabilität gleichgesetzt, aber diese Stabilität ist ein Trugschluss. Die Brücke ist dadurch nicht weniger marode.

## Optionen: Warum Ab- und Umbau keine Lösungen sind

Was nun? Eurokritiker werden die sofortige Beendigung eines fehlerhaften Projekts fordern. Ich halte das für unverantwortlich. Der Abriss der Brücke wäre mit großen Folgekosten verbunden – es gab gute

Gründe für ihren Bau. Der Euro garantiert den gerade für Deutschland wichtigen Wettbewerb im europäischen Binnenmarkt, weil kompetitive Abwertungen ausgeschlossen sind. Der Euro stärkt die Position des europäischen Kontinents im Weltmarkt, weil er eine Weltreservewährung geworden ist. Der Euro ist zudem die politische Garantie, dass wir es mit dem europäischen Projekt ernst meinen.

Auch der Ausschluss einzelner Länder ist gefährlich. Nicht nur, weil politisch und rechtlich völlig ungeklärt ist, wie er ablaufen könnte, sondern auch, weil eine Währungsunion, die eine Exit-Option enthält, nichts anderes ist als ein System fester Wechselkurse. Man stelle sich die Krise 2010 bis 2012 vor dem Hintergrund einer Exit-Option vor. Die Konsequenzen wären verheerend gewesen. Hätten Finanzmärkte und Privat Anleger ihr Geld in den Krisenländern gelassen, wenn es die Ausstiegsmöglichkeit gegeben hätte? Hätten Irland und Portugal ihre politisch schwierigen, aber ökonomisch dringend notwendigen Strukturformen durchgeführt, wenn sie die Möglichkeit zum Exit gehabt hätten? Dass es keinen Ausgang gab, hat den Euro in der Krise beschützt.

Durch Abriss oder Umbau entstünden immense Kosten. Die Generalüberholung ist deshalb der klügere Ansatz. Was Europa braucht, ist eine selektive Vertiefung der Währungsunion. Aus meiner Sicht sind vier Schritte notwendig.

## Generalüberholung: Für eine Vertiefung der Währungsunion

Erstens: den Binnenmarkt vollenden. Der Euroraum lebt in der Illusion, ein integrierter Markt zu sein. Das stimmt so nicht. Vor allem im Dienstleistungssektor, der mit 70 Prozent den größten Anteil von Volkswirtschaften ausmacht, mangelt es an grenzüberschreitendem Handel. So lange Dienstleistungen national eingemauert sind, weil obskure Regeln kaum Mobilität und Handel vom einen ins andere Land zulassen, werden Divergenzen zwischen Ländern bestehen bleiben. Der Euroraum muss ein echter Binnenmarkt werden, mit gemeinsamer Regulierung im Kapitalverkehr und im Digitalbereich, mit deutlich erhöhter Arbeitskräftemobilität. Dass in diesen Feldern sehr wenig geschieht, zeigt, dass die Hauptursachen der Divergenzen im Euroraum immer noch verankert sind.

Zweitens: die Bankenunion vollenden. Obwohl mit einheitlicher Aufsicht und Abwicklung zwei Schlüsselpfeiler aufgestellt worden sind, ist die Stabilität noch

nicht garantiert. Die nächste Krise in der Währungsunion könnte durch eine Abwanderung von Einlagen ausgelöst werden. Wenn in Italien nur die Frage auftaucht, ob der Euro überleben kann, dann ist es eine Frage der Zeit, bis Sparer ihre Einlagen auf deutsche Konten übertragen. Diese Einlagenflucht ist die größte Bedrohung des Euroraums. Die Kapitalkontrollen in Zypern und Griechenland zeigen, dass ein Euro eben nicht in allen Ländern den gleichen Wert hat. Getrennte Einlagensicherungssysteme sind vor diesem Hintergrund eine Gefahr. Dass viele in Deutschland einem europäischen Einlagensicherungssystem skeptisch gegenüberstehen, ist angesichts der verbleibenden Risiken in vielen Ländern nachvollziehbar. Aber die Skepsis ist kurzfristig. Wer sich einem gemeinsamen System, das ja auch auf dem Weg einer Rückversicherung erreicht werden kann, versperren, der läuft in die Falle der Zeitinkongruenz. Die langfristigen Kosten aus einem Zusammenbruch der Währungsunion oder auch einer hastigen Übernachtung könnten die heutigen Risiken deutlich übersteigen.

Drittens: die Kriseninstrumente überarbeiten und stärker politisieren. Der Euro-Krisenfonds ESM ist weit von einem echten Europäischen Währungsfonds entfernt, der eine wahre Risikoteilung zwischen den Ländern erzielt, dafür aber auch eine stufenweise Übertragung von Hoheitsrechten einfordert. Dass der ESM aktuell nur die Pro-Rata-Haftung enthält, ist angesichts der fast uneingeschränkten Wahrung nationaler Souveränität in den Krisenländern konsequent. Doch die Balance zwischen Souveränitätsteilung und Risikoteilung stimmt nicht. In einer Währungsunion endet die Souveränität, wenn die Solvenz endet. Noch wird dieser Satz über die chaotische Übertragung von Souveränitätsrechten per „Memorandum of Understanding“ an eine gesichtslose Troika (oder Quadriga) umgesetzt, die weitgehend außerhalb demokratischer Kontrolle operiert. Doch die Souveränitätsübertragung ist weder transparent noch demokratisch verankert. Dieser Ansatz könnte in der nächsten Krise viel früher zu politischer Instabilität beitragen, als uns recht sein kann. Ein demokratisch kontrollierter Europäischer Währungsfonds, an dessen Spitze ein europäischer Finanzminister steht, der die europäischen Regeln überwachen würde, aber auch politischen Spielraum im Krisenfall hätte und das Gesicht der Troika würde, wäre dringend nötig. Ein solcher Finanzminister sollte im Ernstfall dann auch ein Veto über nationale Haushalte erhalten.

Viertens: die demokratische Kontrolle verbessern. Der Euro kämpft überall in der Währungsunion mit einem Legitimationsdefizit, dessen Ursprünge unterschiedlicher nicht sein könnten. In den Krisenländern steht „Währungsunion“ oft für faktische Okkupation und Austerität, in Deutschland oft für den Machtverlust in der EZB und teure Rettungspakete. Beide Perspektiven zeigen, dass die nationale Brille die Gesamtheit des Euroraums nicht ins Blickfeld nimmt. Solche Legitimationsdefizite gilt es zu beseitigen – am besten über eine gemeinsame Kammer von nationalen Parlamenten und dem Europaparlament zur Kontrolle des Europäischen Währungsfonds. Europa sollte auch bei den Legitimationsstrukturen den Anforderungen eines echten Mehrebenen-Regierungssystems entsprechen.

Ich halte diese vier Maßnahmen für eine Art Minimalpaket, das den Euro langfristig lebensfähig machen würde. Weniger Integration darf es nicht sein. Mehr Integration muss nicht sein. Doch selbst dieses Minimalpaket wird aktuell auf die lange Bank geschoben. Und damit bleiben auch drei Kernfragen unbehandelt, deren Beantwortung zur Generalüberholung des Euros von essentieller Bedeutung ist.

## Offene Fragen

Die erste Frage: Wie geht der Euroraum mit Ländern um, die sich weiteren Integrationschritten und der dringend nötigen Übertragung von Souveränität verweigern? Wie beschrieben, wäre eine Exit-Klausel sehr gefährlich. Sie veränderte den Charakter des Euroraums grundlegend. Doch gleichzeitig entsteht aus der Unumkehrbarkeit der Euromitgliedschaft auch eine gewisse Erpressbarkeit, die – wenn wir ehrlich sind – in den Verhandlungen mit Griechenland ein echtes Problem war. Um eine solche Erpressbarkeit zu vermeiden, muss der Euroraum Wege finden, ein Land im Ernstfall komplett aus dem Solidaritätssystem der Währungsunion herauszulösen. „Alleinlassen statt اسپرeren“ sollte die Maxime lauten. Das bedeutet aber, dass Leistungen wie die Liquiditätshilfen der EZB nicht zu Rettungsseilen werden dürfen, die man nicht mehr loslassen kann. Dass solche Hilfen heute von den nationalen Zentralbanken vergeben werden und nicht von der EZB selbst, ist ein Anachronismus.

Die zweite Frage: Muss ein Land, das seine Schulden nicht mehr bedienen kann, die Währungsunion verlassen? Zwingend ist das nicht. Eine geordnete Staatsinsolvenz ohne Austritt aus der Währungsunion ist möglich, wenn es ei-

nen klaren Rahmen dafür gibt. Doch bislang trauen sich die wenigsten in Europa, einen Mechanismus für geordnete Insolvenzen im Euroraum vorzuschlagen. Wohl auch deshalb, weil die weitgehend risikolose Behandlung von Staatsanleihen in Bankbilanzen damit vorbei wäre und Banken Staatsanleihen mit Eigenkapital unterlegen müssten. Nichts wäre logischer als ein Doppelschritt aus Insolvenzregime und Risikounterlegung. Aber wo ist der konkrete Vorschlag dafür?

Dritte Frage: Brauchen wir ein Europa unterschiedlicher Geschwindigkeiten? Was passiert mit Ländern wie Großbritannien, die wohl nie Teil der Währungsunion werden wollen und schon morgen vielleicht nicht mehr Teil des europäischen Projekts? Dieses knifflige Thema ruft nach Pragmatismus, nicht nach Emotionen. Das Brexit-Referendum wird über die zukünftige Regierungsstruktur Europas entscheiden, nicht über den Grundcharakter des gesamten europäischen Projekts. Wenn es zu einem „Yes“ zu Europa käme, dann müsste Europa zwei Geschwindigkeiten innerhalb des europäischen Vertragswerks verankern. Wenn es zu einem „No“ käme, dann müssten die zwei Geschwindigkeiten wohl in unterschiedliche Vertragsstrukturen gefasst werden: Ein innerer Ring, die „Euro-Union“, wäre innerhalb des heutigen Vertrags angesiedelt, ein äußerer Ring, die „Binnenmarkt-Union“, außerhalb des Vertrags. Für Europa ist es sicherlich wichtig, dass Großbritannien Teil der EU bleibt, aber letztlich könnte die Entscheidung im Brexit-Referendum vor allem wegweisend sein für die zukünftige Verbindung der EU mit der Türkei, auch mit Norwegen, der Schweiz, vielleicht mit Ungarn und vielleicht eines Tages auch mit der Ukraine. Der neue Status Großbritanniens könnte der zukünftige Status auch dieser Länder werden.

## Ist eine Renovierung politisch überhaupt möglich?

Kann eine Generalüberholung der Währungsunion in naher Zukunft gelingen? Um ehrlich zu sein: wahrscheinlich nicht. Dabei ist weder ein europäischer Superstaat nötig noch eine Transunion. Wie hier skizziert, geht es um ein Paket aus mehr Souveränitätsteilung, mehr Risikoteilung und mehr Demokratie. Für manche Länder, vor allem für Frankreich, ist die Souveränitätsteilung das Problem. Für Deutschland, gerade nach den vielen Maßnahmen der vergangenen Jahre, ist weitere Risikoteilung das Problem. Dass letztlich beide Aspekte zusammenfallen müssen, liegt auf der Hand. Deutschland und Frankreich sollten gemeinsam Vorschläge erarbeiten.

Leider tut sich sehr wenig. Der Fünf-Präsidenten-Bericht unter der Federführung des EU-Kommissionspräsidenten Jean-Claude Juncker hat nur begrenzt Schlagkraft entfaltet. Das liegt sicherlich auch an der alles überlagernden Flüchtlingskrise und den Sorgen um Schengen. Hinzu kommt: Der politische Kalender könnte schwieriger nicht sein. Erst das Brexit-Referendum in diesem Sommer, dann die Wahlen in Frankreich im Frühjahr 2017, dann die Wahlen in Deutschland im Herbst 2017 mit den sich anschließenden Koalitionsverhandlungen. Und dann stehen im Frühjahr 2018 Wahlen in Italien an. Aber eine Entschuldigung ist das alles nicht.

Wer die Renovierung der Währungsunion bis in den Sommer 2018 verschiebt, geht ein zu großes Wagnis ein. Der nächste große Sturm in Europa könnte den Euro schon zerstören. Daran kann niemand ein Interesse haben. Der Einsturz der Brücke wäre fatal. Aber auch ein kontrollierter Abriss wäre aus heutiger Sicht ökonomisch und politisch töricht. Die Generalüberholung ist der richtige Ansatz. Und die Arbeit muss jetzt beginnen.

## Der Autor



**Henrik Enderlein** (41) ist Professor für politische Ökonomie und Vize-Rektor an der Hertie School of Governance sowie Direktor des Jacques Delors Instituts Berlin.

Aufgewachsen in Tübingen, hat Enderlein Politik und Wirtschaftswissenschaften an der Sciences Po in Paris und der Columbia University in New York studiert. Nach der Promotion zog es ihn als Ökonom zwei Jahre zur EZB, dann als Juniorprofessor an die FU Berlin. 2005 wechselte er in die Gründungsfakultät der privaten Hertie School. Enderlein ist SPD-Mitglied, Sigmund Gabriel fragt ihn um wirtschaftspolitischen Rat. Sein Forschungsinteresse gilt dem Euro, Problemen des Finanzföderalismus und Schuldenkrisen. **hig.**