

Das *Experiment Euro* respektive das Projekt »Europäische Währungsunion« befinden sich in einer fundamentalen Krise. Die ökonomische Diagnose erkennt die Staatsschuldenkrise mediterraner Mitgliedstaaten als offensichtliches Symptom. Die eigentliche Ursache liegt hingegen in einer Mitgliederstruktur der Eurozone, die einen nicht optimalen Währungsraum kennzeichnet. Eine kurzfristige Lösung im Rahmen der bestehenden Mitglieder und Vertragsstrukturen (Nicht-Beistandsklausel) ist vor diesem Hintergrund unrealistisch. Ihr stehen historische Pfadabhängigkeiten, politische Strukturen und Werturteile sowie mentalitätsbedingte Verschränkungen und tiefgreifende ökonomische Fehlentwicklungen der einzelnen Länder entgegen. Nicht zuletzt steht das Ziel einer entsprechenden Anpassung einer von der breiten Gesellschaft getragenen Akzeptanz infrage. Auf der Basis dieser Prämissen bleiben deshalb zwei grundlegende Handlungsalternativen: die Einführung eines dauerhaften Stabilisierungsmechanismus (Fiskalpakt, ESM, EZB-Unterstützung) in Verbindung mit einem Umbau der Europäischen Verträge oder aber eine Neuordnung der Währungsunion im Sinne einer Währungsdesintegration. Der Beitrag unternimmt einen Kostenvergleich beider Möglichkeiten aus deutscher Sicht.

## Permanente Kosten einer Fiskal-/Transferunion

Was wären die ökonomischen Kosten einer Fiskal-/Transferunion im Sinne der Einführung eines dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und der Aufrechterhaltung der krisenbedingten Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) (vgl. Übersicht 1a)?<sup>1</sup> Allein für Deutschland werden die jährlich anfallenden Kosten auf 75 bis 150 Mrd. Euro geschätzt. Sie setzen sich aus zu erwartenden Wachstumseinbußen, einem Zinsanstieg aufgrund gestiegener Kreditrisiken, dem Ausfallrisiko geleisteter Kredithilfen des ESM sowie einem Ausfallrisiko der EZB für die Repogeschäfte, die Target2-Salden und den Bestand der Anleihekäufe zusammen. Die *Wachstumsverluste* in Höhe von 1 bis 2 Prozentpunkten re-

sultieren aus den Wohlfahrtsverlusten der Steuer- bzw. Kreditfinanzierung zukünftiger Transferzahlungen und könnten einen jährlichen Verlust zwischen 25 und 50 Mrd. Euro auf der Basis des heutigen BIP in Höhe von etwa 2,5 Bill. Euro ausmachen. Hinzu treten langfristig wirkende, negative Leistungsanreize sowohl für die Geberländer als auch für die Empfängerstaaten. Sodann kommt es langfristig zu einem *Zinsanstieg* von 1 bis 2 Prozentpunkten aufgrund gestiegener Risikoprämien im Zusammenhang mit den ESM-Krediten, die den Charakter von anteilig besicherten Eurobonds haben.<sup>2</sup> Sie ersetzen die nationale Kreditnahme der Krisenstaaten, beinhalten jedoch weiterhin deren Ausfallrisiko. Die Bonität der Bundesrepublik sinkt aufgrund der Haftung für fremde Risiken. Der Zinsanstieg wird deshalb mit der Risikoprämie einzelner Eurländer, gewichtet mit ihrem BIP, veranschlagt und wirkt sich langfristig auf die gesamte deutsche Staatsschuld in Höhe von 2,1 Bill. Euro mit einem jährlichen Zusatzbetrag zwischen 20 und 40 Mrd. Euro kostensteigernd aus.



Dirk Meyer\*

\* Prof. Dr. Dirk Meyer ist Inhaber des Lehrstuhls für Ordnungsökonomik an der Helmut-Schmidt-Universität, Hamburg.

<sup>1</sup> Als grundlegende Prämisse der Gegenüberstellung wird davon ausgegangen, dass ein dauerhafter Stabilisierungsmechanismus im Rahmen einer Fiskal-/Transferunion langfristig scheitern wird. Konkret wird die Annahme gesetzt, dass der angestrebte Fiskalpakt die Schuldensituation kurzfristig nicht zu ändern vermag und langfristig mangels Sanktionen weitestgehend unwirksam bleiben wird. Es fehlen eine Euroausschlussdrohung ebenso wie die auf völkervertragsrechtlicher Grundlage beruhende Durchsetzung vor EU-Institutionen. Könnte hingegen mit dem Mechanismus, wie offiziell verkündet, Zeit erkauf werden, mit deren Hilfe eine dauerhafte Lösung der Staatsschuldenkrisen möglich wäre, müssten auch langfristige Wachstumsgewinne sowie ersparte Kosten einer Bankenrekapitalisierung gegengerechnet werden.

Der *fiskalische Rettungsschirm des ESM* soll langfristig ein Unterstützungsvolumen von 500 Mrd. Euro umfassen. In der

<sup>2</sup> Dem steht nicht entgegen, dass deutsche Staatsanleihen mangels Alternativen kurzfristig als sichere Anlage gelten und deshalb zu sehr niedrigen Zinssätzen rentieren. Demgegenüber steigen die Kreditversicherungsprämien (CDS) für deutsche Staatsanleihen bereits an.

**Übersicht 1**  
**Vergleich der Kosten eines Ausstiegs aus dem Euro mit einem dauerhaften Stabilisierungsmechanismus aus deutscher Sicht**

a)	Stabilisierungsmechanismus (in Mrd. Euro)	Anmerkungen <sup>a)</sup>	
	Wachstumsverluste	25,0–50,0	1–2 Prozentpunkte des BIP
	Zinsanstieg	20,0–40,0	langfristig 1–2 Prozentpunkte <sup>b)</sup>
	Ausfallrisiko ESM	6,8–13,6	500 Mrd. Euro durch Euromitglieder <sup>c)</sup> <i>angenommenes Ausfallrisiko</i> von 5–10% p.a. <sup>d)</sup>
	EZB-Verlust	4,1–8,2	kurzfristige Refinanzierungskredite ca. 300 Mrd. Euro <sup>e)</sup>
		9,1–18,2	Dreijahrestender 1 019 Mrd. Euro, davon ca. zwei Drittel an GIIPS-Staaten
		6,8–13,6	Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank ca. 500 Mrd. Euro <sup>e)</sup>
		3,0–6,0	Anleihekauf auf dem Sekundärmarkt ca. 219 Mrd. Euro <i>angenommenes Ausfallrisiko</i> von 5–10% p.a. <sup>d)</sup>
	»Inflationssteuer«	–	mangelnde Rücknahme der Liquidität durch die EZB, Politik der Entwertung von Staatsschulden, importierte Inflation
	<b>Summe</b>	<b>74,8–149,6</b>	<b>jährlich</b>
b)	Ausstieg aus dem Euro (in Mrd. Euro)	Anmerkungen <sup>a)</sup>	
	Bargeldumstellung	20,0	1% des BIP
	Vermögensverluste	142,5–237,3	15–25% Aufwertung auf der Basis eines Nettoauslandsvermögens von ca. 950 Mrd. Euro
	EZB-Verlustrückgang	16,3	kurzfristige Refinanzierungskredite ca. 300 Mrd. Euro <sup>e)</sup>
		36,5	Dreijahrestender 1 019 Mrd. Euro, davon ca. zwei Drittel in die GIIPS-Staaten
		27,1	Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank ca. 500 Mrd. Euro <sup>e)</sup>
		11,9	Anleihekauf auf dem Sekundärmarkt ca. 219 Mrd. Euro <i>angenommenes Ausfallrisiko</i> von 20%
	Griechenlandhilfe I	11,0	80 Mrd. Euro durch Euromitglieder deutscher Anteil 22 Mrd. Euro
		0,9	30 Mrd. Euro durch IWF <i>angenommenes Ausfallrisiko</i> von 50%
	Irlandhilfe	3,0	40,2 Mrd. Euro, davon 17,7 Mrd. Euro EFSF und 22,5 Mrd. Euro EFSM; deutscher Anteil 9 Mrd. Euro
		0,4	22,5 Mrd. Euro durch IWF <i>angenommenes Ausfallrisiko</i> von 30%
	Portugalhilfe	6,0	52 Mrd. Euro hälftig durch EFSF/EFSM deutscher Anteil 12 Mrd. Euro
		0,8	26 Mrd. Euro durch IWF <i>angenommenes Ausfallrisiko</i> von 50%
	Griechenlandhilfe II	18,9	130 Mrd. Euro durch EFSF; deutscher Anteil 37,7 Mrd. Euro <i>angenommenes Ausfallrisiko</i> von 50%
	Exportrückgang	–	langfristige Anpassung; Ausgleich durch inländische Absorption (Konsum/Investitionen)
	<b>Summe</b>	<b>295,3–390,1</b>	<b>einmalig</b>

<sup>a)</sup> Der deutsche Anteil beträgt am EZB-Verlust und an den Eurorettungshilfen jeweils 27,14% (29,01% durch Ausfall von GIP), der Anteil am IWF 6,12%. Datenstand: 1. Quartal 2012. – <sup>b)</sup> Der Zinsanstieg ergibt sich aus der Risikoprämie einzelner Euroländer, gewichtet mit ihrem BIP. – <sup>c)</sup> Ohne Hebelung und die befristete Aufstockung durch die bereits vergebenen EFSF-Mittel an GIP. – <sup>d)</sup> Das Ausfallrisiko orientiert sich am Risikoaufschlag gegenüber deutschen Staatsanleihen im 1. Quartal 2012. – <sup>e)</sup> Der Betrag umfasst vornehmlich Kredite an die finanzschwachen Euromitglieder infolge ihrer Leistungsbilanzdefizite.

Quelle: EZB; EU-Kommission; EFSF; IWF; Berechnungen des Autors.

Rechnung unberücksichtigt bleibt die beschlossene kurzfristige Aufstockung durch die bereits vergebenen Garantien aus den Hilfen der European Financial Stability Facility (EFSF) für Griechenland, Irland und Portugal (GIP). Auch bleiben die bereits diskutierten Möglichkeiten einer Mittel-erhöhung des Fonds sowie des Internationalen Währungsfonds (IWF) oder der Ausstattung des ESM mit einer Banklizenz mit Zugang zur EZB-Liquidität außen vor. Bei einem jährlichen Ausfallrisiko zwischen 5 bis 10% und voll vergebenen Kreditmitteln betragen die von Deutschland zu er-

wartenden und zu tragenden Insolvenzkosten 6,8 bis 13,6 Mrd. Euro p.a.<sup>3</sup>

Der monetäre Rettungsschirm der EZB betrifft zunächst die Vollzuteilung der Repo-Kredite mit einer Laufzeit von bis zu

<sup>3</sup> Das Ausfallrisiko orientiert sich am Risikoaufschlag gegenüber deutschen Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit im ersten Quartal 2012. Dieser betrug in Prozentpunkten für Italien 3 bis 5%, für Spanien ca. 5%, für Portugal ca. 10% und für Griechenland 15 bis 35%. Ein Risikozuschlag von 5 Prozentpunkten gilt als langfristig nicht mehr tragfähig und würde den Unterstützungsmechanismus in Gang setzen.

drei Monaten zu einem sehr günstigen Refinanzierungszinssatz. Ende März 2012 umfasste der Betrag vornehmlich Kredite in Höhe von 300 Mrd. Euro an die Finanzinstitute finanzschwacher Euromitglieder. Hinzu kommen zwei *Dreijahrestender* im Volumen von etwa 1 Bill. Euro, die unter der Bezeichnung »Dicke Bertha« eingeführt wurden.<sup>4</sup> Sodann ist im Rahmen des Zahlungsverkehrssystems im EU-Raum, dem *Target2-System*, die zu normalen Zeiten kaum beachtete Möglichkeit einer autonomen Geld- und Kreditschöpfung durch die nationalen Notenbanken der mediterranen Länder ausgenutzt worden. Da infolge der Staatsschuldenkrise und der Belastungen für den Finanzsektor im Interbankenverkehr kaum mehr Kredite an die Geschäftsbanken der Krisenstaaten vergeben wurden, mutierte das Instrument des Zahlungsverkehrs bei Liquiditätsproblemen der Banken faktisch zu einem Kreditschöpfungsinstrument.<sup>5</sup> Mit seiner Hilfe werden die dortigen Leistungsbilanzdefizite und die Kapitalflucht durch Forderungserwerb in sicheren Eurostaaten sowie indirekt in Drittländer (USA/Schweiz) finanziert.

Durch die deutschen Exporte in diese, eigentlich illiquiden Länder entsteht der Deutschen Bundesbank eine Forderung gegenüber der EZB bzw. dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB). Die EZB hält diese Target-Forderung wiederum gegenüber den Notenbanken der Defizitländer. Zum Ende des ersten Quartals 2012 betragen die deutschen Forderungen aus Target2-Krediten gegenüber den GIPS-Staaten etwa 500 Mrd. Euro. Bei Zahlungsunfähigkeit entsteht bei der EZB ein entsprechender Verlust, der gemäß dem Verteilungsschlüssel der Kapitalanteile an die Notenbanken der Eurostaaten weiter gegeben wird. Bei einem Zusammenbruch des Eurosystems besteht allerdings die große Gefahr, dass die Forderungen der Deutschen Bundesbank gänzlich verloren gehen, da die EZB in diesem Fall keinerlei Unterstützung und Zugriffsmöglichkeiten gegenüber anderen nationalen Notenbanken mehr haben wird. Da eine Nachschusspflicht kaum anerkannt würde, wären die Ansprüche zu 100% verloren.

Über diese Maßnahmen der EZB können sich vornehmlich die Geschäftsbanken der mediterranen Staaten und die Irlands Zentralbankgeld zur Liquiditätsausstattung besorgen, das am freien Kapitalmarkt nicht zu erhalten wäre. Damit übernimmt die EZB nicht nur die Funktion privater Kredit-

geber. Zugleich unterstützt sie die weitere Kreditversorgung an sich illiquider bzw. insolventer Staaten, indem die Geschäftsbanken zur Besicherung des erhaltenen Zentralbankkredits aufgrund der Absenkung bzw. Aufhebung jeglicher Qualitätserfordernisse in hohem Umfang Anleihen dieser Staaten einreichen. Mit der zu einem extrem günstigen Zinssatz erhaltenen Liquidität können die Institute wiederum die relativ hoch verzinsten Staatsanleihen ihres Landes erwerben.<sup>6</sup> Die an sich monetären Instrumente der Geldmengensteuerung erhalten einen *quasi-fiskalischen Charakter* der Staatsfinanzierung, ohne dass diese *demokratisch legitimiert* wären. Zudem sind diese Hilfen an keine Auflagen für die betroffenen Schuldnerstaaten gekoppelt und können quasi unbegrenzt fließen.

Schließlich hat die EZB auf dem freien Kapitalmarkt *Anleihen der Krisenstaaten* zur Kursstützung und zur weiteren Kreditversorgung dieser Staaten im Umfang von 219 Mrd. Euro (31. März 2012) aufgekauft. Neben einer indirekten Zinssubvention für diese Staaten übernimmt die EZB die Ausfallrisiken, da die Anleihen regelmäßig bis zur Fälligkeit gehalten werden sollen.

Kalkuliert man die Risiken der genannten Maßnahmen wiederum mit den Risikoaufschlägen dieser Länder, so erhält man aufgrund des monetären Rettungsschirms der EZB jährliche mögliche Ausfallkosten von insgesamt zwischen 23 und 46 Mrd. Euro allein für die Bundesrepublik.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass sowohl die Eurostaaten als auch die EZB sehr findig in der Ausgestaltung neuer, bislang unbekannter und kaum vorhersehbarer Instrumente gewesen sind. Von daher ist die Zukunft offen und die Kalkulation der jährlich zu erwartenden Kosten eines permanenten Stabilisierungsmechanismus naturgemäß vage. Unter den gemachten Prämissen belaufen sich die *gesamten Belastungen* allein für Deutschland auf 75 bis 150 Mrd. Euro p.a. Darüber hinaus besteht mittel- und langfristig die Gefahr, dass die *Inflation* anzieht. Hierzu kann es kommen, wenn der EZB bei einer Beruhigung des Interbankenmarkts keine rechtzeitige Rücksteuerung (Sterilisierung) der erheblich ausgeweiteten Zentralbankgeldmenge gelingt. Sollte der Eurowechselkurs bei fortwährender Instabilität gegenüber anderen Währungen auch infolge von Kapitalabflüssen sinken, käme es zu einer importierten Inflation. Auch könnte vor dem Hintergrund einer Entwertung der Staatsschulden

<sup>4</sup> In Anlehnung an ein schweres Kriegsgerät der deutschen Truppen im ersten Weltkrieg übernahm EZB-Präsident Draghi diese militaristisch-joviale Wortschöpfung zur Beschreibung einer massiven, außergewöhnlichen Krisenintervention der EZB zur Liquiditätssicherung. Bekanntlich konnte auch die »Dicke Bertha« nicht verhindern, dass der Erste Weltkrieg vom Deutschen Reich verloren wurde.

<sup>5</sup> Vgl. Sinn und Wollmershäuser (2011); Neumann (2011) sowie Homburg (2011). Der Negativsaldo der Target2-Kredite eines Landes ist das Äquivalent der originären Zentralbankgeldschöpfung der nationalen Notenbank, die über die im eigenen Land vorhandene Zentralbankgeldmenge hinausgeht. Sie sind eine Art Zusatzkreditversorgung zum günstigen Repo-Zinssatz und geraten durch Prolongation de facto zu einem Langfristkredit. Eine alternative Sichtweise vertreten Ulbrich und Lipponer (2011).

<sup>6</sup> Dies unterscheidet sie beispielsweise von deutschen Geschäftsbanken, denen das damit verbundene Risiko zu groß erscheint. Bei weitgehend gesunden Bilanzrelationen würden sie mögliche Ausfälle über ihr Eigenkapital tragen müssen. Da zahlreiche Geschäftsbanken mediterraner Staaten bereits hohe Wertpapierbestände ihres Landes aufweisen, würde sie ein Staatsbankrott in jedem Fall in den Untergang führen. Mit den zusätzlichen Ankäufen erhalten sie jedoch die Chance, dass im positiven Fall Gewinne entstehen, die ihre schlechten Bilanzrelationen verbessern helfen. Unter anderem deshalb lehnt der Bundesverband deutscher Banken diese Liquiditätspolitik der EZB als diskriminierend ab.

die bewusste Inkaufnahme einer inflationären Geldpolitik in Abkehr von den vertraglichen Vorgaben der Preisstabilität politische Absicht werden, wie sie bereits von Frankreich offen gefordert wird und auch von Finanzminister Schäuble aufgegriffen wurde.

### Einmalkosten eines Euroaustritts

Die Alternative besteht in einer planvoll durchgeführten Desintegration der Eurozone im Einvernehmen aller Mitgliedsstaaten (vgl. Übersicht 1b). In dem Szenario eines Austritts Deutschlands kämen auf die Bundesrepublik Kosten der *Bargeldumstellung* im Zusammenhang mit der Bargeldeinführung und der Automatenumstellung in Höhe von ca. 20 Mrd. Euro zu (vgl. hierzu ausführlich Meyer 2012a, 26 f.). Die größte Belastung entstünde durch die zu erwartende Aufwertung der Neuwährung gegenüber dem Euro. Infolge von Euroauslandsnettoforderungen in Höhe von etwa 950 Mrd. Euro würden diese im Ausmaß der Abwertungsrate an Wert verlieren. Nimmt man eine Aufwertung der Neuwährung zwischen 15 und 25% für realistisch an, so entstünden der deutschen Volkswirtschaft einmalige *Vermögensverluste* von 142 bis 237 Mrd. Euro.

Eine nähere Analyse des Nettovermögensstatus der einzelnen Sektoren ergibt interessante *Differenzierungen* (vgl. Deutsche Bundesbank 2011, 96 f.). Der Saldo verteilt sich auf Banken und Versicherungen (247 Mrd. Euro), Unternehmen und Privatpersonen (1 098 Mrd. Euro), öffentliche Haushalte (minus 916 Mrd. Euro) sowie die Bundesbank (521 Mrd. Euro, davon 160 Mrd. Euro Währungsreserven). Der private Sektor erfährt bei der angenommenen Aufwertungsrate folglich Vermögensverluste in Höhe von 200 bis 335 Mrd. Euro. Der Staat einschließlich seiner Notenbank profitiert bei einer Nettoschuldenposition von 395 Mrd. Euro hingegen im Umfang von 60 bis 100 Mrd. Euro. Eine Unterscheidung nach Valuta zeigt, dass für die Bundesrepublik bei einem Nettoschuldensaldo des auf Euro lautenden Nettoauslandsvermögens von 15 Mrd. Euro der positive Vermögensstatus ausschließlich durch (andere) Fremdwährungen in Höhe von 964 Mrd. Euro resultiert. Mit Nettoeuroschulden von 607 Mrd. Euro erfährt der staatliche Sektor einschließlich Bundesbank einen Aufwertungsvorteil, während die Privaten mit einer Nettoeuroforderung von 591 Mrd. Euro einen Aufwertungsnachteil erleiden. Bei den auf (anderen) Fremdwährungen lautenden Nettoforderungspositionen entstehen sowohl den Privaten auf der Basis von 753 Mrd. Euro als auch dem Staat bei 212 Mrd. Euro ein Aufwertungsverlust.

Die angegebenen Vermögensverluste dürften jedoch niedriger liegen, wenn weitere Eurostaaten mit Deutschland zusammen die EWU verlassen. Zwar würde die Aufwertungsrate zum Euro steigen, doch zwischen den Austrittsstaaten würden insbesondere bei Gründung einer neuen

Nordeuropäischen Währungsunion (NEWU) keine Währungseffekte entstehen. Die Aufwertungsrate hängt generell von verschiedenen Faktoren ab, beispielsweise vom Kreis der Währungsmitglieder wie auch vom Statut einer zukünftigen Nordeuropäischen Zentralbank (NEZB), die eine mehr oder weniger auf Geldwertstabilität ausgerichtete Politik erwarten ließe. Schließlich wäre sogar eine Abwertung gegenüber dem US-Dollar und dem Yen vorstellbar. Dies wäre möglich, sollte die Neuwährung aufgrund der geringeren Größe des neuen Währungsgebiets ihren Wert als Transaktionswährung verlieren oder durch die Mitgliedschaft Frankreichs ein Konflikt über die Ausrichtung der zukünftigen Geldpolitik entstehen.

Ein einvernehmliches Ausscheiden macht die *Abwicklung gegenüber der EZB* bzw. dem ESZB notwendig. Zwar sind aus den Risiken des monetären Rettungsschirms der EZB bislang nur geringe bilanzielle Kosten entstanden, so beispielsweise im Zusammenhang mit der gestiegenen Risikoversorge für die angekauften Staatsanleihen des Sekundärmarktprogramms. Allerdings werden die verbleibenden Mitglieder im Euroraum die bereits eingegangenen Risiken wohl kennen und für deren zukünftig durch Forderungsausfälle und Insolvenzen auch bilanziell zum Tragen kommenden Kosten nicht allein haften wollen. Schließlich wurden die Programme von den Austrittsstaaten konsensual mit in die Wege geleitet und sind deshalb von ihnen mit zu verantworten. Die Höhe der Beteiligung Deutschlands wäre demnach Verhandlungssache. Legt man für die an die Krisenstaaten ausgereichten Kredite des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) ein Ausfallrisiko von 20% zugrunde, entstünden der Bundesrepublik einmalige Kosten in Höhe von 92 Mrd. Euro. Denkbar wären jedoch auch höhere Summen, denn bei einem Scheitern des Euro drohen der Bundesrepublik aus den Target-Krediten Verluste von rund 500 Mrd. Euro.

Hinzu kommen die Kosten aus zugesagten *Garantien bzw. Kredithilfen* für Griechenland, Irland und Portugal, sowohl bilateral als auch im Rahmen der Eurostaaten, der EU und des IWF. Rechnet man die deutschen Anteile dieser Zusagen zusammen, ergibt sich eine Summe von etwa 80 Mrd. Euro. Bei kalkulierten Ausfallrisiken für Griechenland und Portugal von 50% sowie für Irland von 30% ergeben sich Ausfallkosten für Deutschland von 41 Mrd. Euro. Da jedoch die Zusagen an die hilfenehmenden Staaten noch nicht voll ausgezahlt sind, besteht gegebenenfalls ein Verhandlungsspielraum für Kürzungen auf deutscher Seite.

Ein Verlassen der Gemeinschaftswährung hätte darüber hinaus erhebliche *realwirtschaftliche Folgen*, die asymmetrisch auf die Produktionsstruktur wirken. Die in der Eurozone vorhandenen strukturellen Fehlentwicklungen machen für Deutschland als austretendes Überschussland Anpassungen für seine exportintensiven Branchen wie den Maschi-

nenbau oder die chemische Industrie notwendig. Wurden diese Sektoren bislang durch reale Abwertungseffekte innerhalb des Euroraums begünstigt, so drohen infolge einer aufwertenden Neuwährung zumindest kurzfristig Überkapazitäten.<sup>7</sup> Sodann können exportabhängige Unternehmen bei der Rückzahlung ihrer Kredite gegenüber heimischen Banken in Schwierigkeiten geraten. Während der dortige Kredit auf die Neuwährung umgestellt wird, refinanzieren sich die Unternehmen über ihre Exporte teilweise in einem abgewerteten Euro (vgl. Deo, Donovan und Hatheway 2011, 12). Bei einer differenzierten Betrachtung relativieren sich diese vermeintlichen Negativeffekte allerdings erheblich:

- Von den exportintensiven Industrien profitieren insbesondere solche mit hohen Vorleistungsimporten wie der Automobilbau. Vorteile durch sinkende Einkaufspreise erfahren auch energieintensive und elektronische Bauteile benötigende Produktionen. Durchschnittlich beinhalten deutsche Exporte etwa 40% Vorleistungsimporte.
- Darüber hinaus kommt es hinsichtlich der Mengeneffekte von Wechselkursänderungen entscheidend auf die Preiselastizität der Exportgüternachfrage an (vgl. Kullas 2011). Die importierten Massenkonsumgüter, aber auch viele Rohstoffe und Vorleistungen sind aufgrund der intensiveren Wettbewerbssituation preiselastischer als die exportierten Halbfabrikate, Industrie- und Investitionsgüter. Aufgrund des hohen Innovationsgrades, der Qualität und der Spezialität der Produkteigenschaften entsteht eine Marktführerschaft mancher Hersteller, so dass die Preisreagibilität hier entsprechend gering ausfällt.
- Importsubstitutionsbranchen wie Landwirtschaft, Bergbau, Textil und Schiffbau, die bislang einen Quasi-Importschutz genossen haben, der den notwendigen Strukturwandel verzögert hat, unterliegen hingegen einem besonderen Wettbewerbsdruck. Umgekehrt erhöht sich die Wettbewerbsfähigkeit für diese Produktionen in den verbleibenden Euromitgliedstaaten.
- Konsumenten kommen in den Genuss günstigerer Importgüter. Die Produktvielfalt und die reale Kaufkraft steigen. Der Wettbewerbsdruck der Importkonkurrenz auf inländische Produzenten hinsichtlich innovativer und kostengünstiger Produkte wächst. Zugleich mindert ein sinkender Lebenshaltungskostenindex den Lohndruck und erhöht die Wettbewerbsfähigkeit.
- Exportüberschüsse in Deutschland spiegeln sich in den teilweise erheblichen Importüberschüssen gerade der mediterranen Krisenstaaten wider. Einher geht eine Gläubigerposition Deutschlands, deren Erfüllung durch die

Schuldnerstaaten in Frage steht. Bei einem Ausfall der Forderungen wären die Exportüberschüsse verschenkt.<sup>8</sup>

- Es gilt die Grundgleichung  $S = I + G_D + Ex - Im$ . Die volkswirtschaftliche Ersparnis  $S$  finanziert die Investitionen  $I$ , das Staatsdefizit  $G_D$  sowie den Außenbeitrag  $Ex - Im$ . Bei einem Rückgang des Außenbeitrags kann somit bei gleich hoher Ersparnis dieser Teil für zusätzliche inländische Investitionen genutzt werden. Statt in den griechischen staatlichen und privaten Konsum fließen die Ersparnisse in rentierliche Investitionen in Deutschland und erhöhen hier die Beschäftigung.
- Außerdem dürften ein sinkendes inländisches Zinsniveau und die damit verbundene Umlenkung der Kapitalströme langfristig Investitionen und Wachstum in Deutschland fördern.
- Gegenüber einem unilateralen Austritt wäre ein mit anderen, exportstarken Euroländern koordiniertes Ausscheiden von Vorteil. Sollte man sich in diesem Fall nicht für eine neue Gemeinschaftswährung entscheiden, so würden auch die Neuwährungen dieser Länder aufwerten und damit in einem gemeinsamen Handelsraum ähnliche Bedingungen aufweisen.<sup>9</sup>

In der Rechnung bleibt der *Außenhandelseffekt* eines Austritts deshalb unberücksichtigt. Schließlich dürfte die Aufrechterhaltung des EU-Binnenmarktprinzips sehr viel wichtiger sein. Kurzfristig besteht außerdem die *Gefahr ökonomischer Instabilitäten*, deren Kosten durch Einmalhilfen für Bankenrettungen und Umschuldungsmaßnahmen in den Kostenschätzungen ebenfalls nicht berücksichtigt wurden, da sie annahmegemäß langfristig auch im Rahmen des permanenten Stabilisierungsmechanismus entstehen werden.

## Fazit

Mit geschätzten 295 bis 390 Mrd. Euro, die eine Währungs- umstellung für Deutschland insgesamt kosten könnte, wäre diese Alternative eines Euroausstiegs immens teuer. Der Vorteil besteht in den lediglich einmalig notwendigen Unterstützungen und in der Aussicht auf eine langfristig gedeihliche Entwicklung der Europäischen Union. Dem gegenüber stehen jährliche Kosten eines Stabilisierungsmechanismus zwischen 75 und 150 Mrd. Euro mit unsicherer Zukunft.

Eine *Fiskal-/Transferunion* mit einem permanenten Hilfemechanismus wäre zwar kurzfristig möglich, soweit eine Ver-

<sup>7</sup> Münchau und Mundschenk (2009, 15) sehen sogar die Gefahr einer aufwertungsbedingten Rezession.

<sup>8</sup> Ein Großteil der Außenhandelsüberschüsse der Bundesrepublik gegenüber den mediterranen Ländern wurde seit 2008 von diesen nicht durch die übliche Übertragung von Vermögenstiteln wie Unternehmenseigentum oder marktgängige, andere Wertpapiere finanziert, sondern überwiegend durch eine Geldschöpfung über Target-Kredite.

<sup>9</sup> Vgl. auch Dumas (2012, 43), der einen Ausstieg der Niederlande im Gleichschritt mit Deutschland unter diesem Aspekt für vorteilhaft hält.

<sup>10</sup> Vgl. Art. 136 Abs. 3 AEUV (Entwurf) gemäß Europäischer Rat, Übermittlungsvermerk, Tagung des europäischen Rates 16./17. Dezember 2010, Schlussfolgerungen, EUCO 3010 CO EUR 21 CONCL 5 vom 17. Dezember 2010: »Die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, können einen Stabilitätsmechanismus einrichten, der aktiviert wird, wenn dies unabdingbar ist, um die Stabilität des Eurowährungsgebiets insgesamt zu wahren. Die Gewährung aller erforderlichen Finanzhilfen im Rahmen des Mechanismus wird strengen Auflagen unterliegen.«

tragsänderung durch die geplante Hinzufügung eines Art. 136 Abs. 3 AEUV (Entwurf)<sup>10</sup> die rechtliche Basis böte. Die Transfers geben jedoch Fehlanreize für die schwachen Länder und überfordern die Hilfsstaaten auf Dauer. Einher geht ein Widerstand seitens der Bürger der hilfeempfangenden Mitgliedstaaten, da die konditionierte Finanzkontrolle deren Souveränität einschränkt und in der bisherigen Form zu einem Rückgang der Wirtschaftsleistung geführt hat. Gleichzeitig erzeugt der Ressourcenabfluss in der Bevölkerung der hilfegebenden Unterstutzerstaaten politischen Unfrieden. Ein kaum mehr handhabbares Ausmaß der Hilfen, die Konzentration der Hilfen auf einige wenige Euromitglieder, kurzfristige Instabilitäten der Finanzmärkte oder ein offenkundiger Verstoß hilfenehmender Staaten gegen die konditionierten Auflagen (siehe den Fall Griechenlands) könnten einen Stein ins Rollen bringen, der in einem chaotischen und friedengefährdenden Auseinanderbrechen der Eurozone münden könnte. Nicht nur das *Binnenmarktprinzip* wäre Geschichte<sup>11</sup>, sondern auch das *Gemeinsame Haus Europa* am Ende (vgl. Buitter und Rahbari 2011, 8 ff.).

Dieser Ausblick könnte Anreize bieten, die Alternative einer planvollen und einvernehmlichen Desintegration der Eurozone politisch zu diskutieren. Zu möglichen Wegen einer Realisierung liegen bereits verschiedene Vorschläge vor.<sup>12</sup> Von daher wäre der Schritt des Austritts die notwendige Krise zur weiteren konstruktiven Zukunft eines integrierten Europas. Die *politische Währung Euro* wäre gescheitert, aber das *Projekt Europa* gerettet.

## Literatur

Banze, S. (2011), »40 Milliarden Mark plus X«, *Die Welt*, 14. Januar.

Buitter, W.H. und E. Rahbari (2011), »The Future of the Euro Area: Fiscal Union, Break-up or Blundering Towards a You Break It You Own It Europe«, *Global Economics View*, Citigroup Research Paper, online verfügbar unter: <http://www.willembuitter.com/3scenarios.pdf>, aufgerufen am 10. März 2012.

Deo, St., P. Donovan und L. Hatheway (2011), »Euro Break Up – The Consequences«, UBS Investment Research – Global Economic Perspectives, London.

Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2011), *Zahlungsbilanzstatistik*, Oktober 2011, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht Nr. 3, Frankfurt am Main.

Dumas, Ch. (2012), »The Netherlands & The Euro, the Full Report, Lombard Street Research«, online verfügbar unter: <http://www.scribd.com/doc/83928584/Netherlands-and-the-Euro-Full-Report-Final>.

Homburg, St. (2011), »Anmerkungen zum Target2-Streit«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 46–50.

Konsolidierte Fassungen des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (2008/C 115).

Kullas, M. (2011), »Ist Deutschland Hauptprofiteur des Euro?«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1. August, 10.

Meyer, D. (2012a), »Fahrplan eines Euroaustritts – technische Vorbereitung und Durchführung aus Sicht eines Austrittslandes«, *ifo Schnelldienst* 65(6), 22–27.

Meyer, D. (2012b), *EURO-Krise – Austritt als Lösung?*, LIT-Verlag, Münster.

Münchau, W. und S. Mundschenk (2009), »Eurozone Meltdown – Eight Scenarios how the unthinkable might happen«, *EuroIntelligence Briefing Note 1*, Version 3. April 2009, online verfügbar unter: [http://eurointelligence.com/index.php?id=581&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=2413&tx\\_ttnews\[backPid\]=755&chHash=3c13781282](http://eurointelligence.com/index.php?id=581&tx_ttnews[tt_news]=2413&tx_ttnews[backPid]=755&chHash=3c13781282), aufgerufen am 5. April 2010.

Neumann, M.J.M. (2011), »Refinanzierung der Banken treibt Target-Verschuldung«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 25–28.

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB«, *Ifo Working Paper* 105, München.

Ulbrich, J. und A. Lipponer (2011), »Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2 – ein Problem?«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 69–72.

<sup>11</sup> Das Schengen-Prinzip wird bereits durch den Vorstoß Dänemarks sowie Frankreichs teilweise ausgehebelt.

<sup>12</sup> Vgl. beispielsweise die Ausführungen der fünf Finalisten des Wolfson Economic Prize, online verfügbar unter: <http://www.policyexchange.org.uk/images/WolfsonPrize/wolfson%20economics%20prize%20finalists%20press%20release.pdf>, aufgerufen am 3. Mai 2012 sowie Meyer (2012b).