

Zwischen Goldstandard und EZB

Wem gehört der Euro?

Die Finanzkrise nach 2007 hat den Charakter der europäischen Währung geändert. So hat der Euro den Nationalstaaten neue Grenzen ihrer Souveränität aufgezeigt – eine wirtschaftshistorische Einordnung.

von Albrecht Ritschl 15.7.15

Es war einmal ein Land, das von einer schweren Schuldenkrise geschüttelt wurde. Unerbittlich bestand eine Troika von Auslandsgläubigern auf der Bedienung sämtlicher Schulden, prangerte schonungslos Misswirtschaft, Verschwendung und die mangelnde Bereitschaft des Schuldnerlands zur Zusammenarbeit mit seinen Gläubigern an und wurde nicht müde, ihren neuesten Zahlungsplan als Erleichterung anzupreisen. Tief zerrissen zwischen dem Wunsch, die verhasste Schuldenlast abzuschütteln, und der Notwendigkeit, den Gläubigern entgegenzukommen, rief die Regierung ein Referendum aus.

Starre Währungskorsette

Die Rede ist nicht von Griechenland, sondern von Deutschland. Wir schreiben das Jahr 1929, das Referendum betraf den sogenannten Young-Plan zur Beendigung der deutschen Reparationszahlungen auf Kredit. Ähnlich wie Griechenland heute war Deutschland an seiner Situation nicht unschuldig. In den Vorjahren waren unter einer neuen Währung massiv neue Kredite ins Land geflossen, und man hatte sich kräftig bedient.

Damals stützte die Regierung die Ja-Parole, vor eineinhalb Wochen das Nein, und in beiden Fällen folgte das Stimmvolk der Empfehlung. Bald aber stellte sich heraus, dass das nutzlos war. Die Interessen der Gläubiger und der heimischen Wähler waren zu konträr, und die Gläubiger hatten die Oberhand. Im Falle Deutschlands ist der Ausgang bekannt: Nach drei Jahren Deflationspolitik kam Hitler an die Macht. Im Falle Griechenlands sind die politischen Folgewirkungen noch unabsehbar.

In beiden Fällen war das Schuldnerland Teil eines Währungssystems, das einen wesentlichen Anpassungsmechanismus blockiert: Wie damals die Bindung an das Gold verhindert heute im Euro-System die Abschaffung nationaler Währungen die Anpassung der Wechselkurse an realwirtschaftliche Verschiebungen.

Im Goldstandard des 19. Jahrhunderts spielten Zentralbanken bald eine aktive Rolle bei der Eindämmung von Finanzkrisen. Unter der Führung der Bank von England wichen in Krisenzeiten die Notenbanken von den Vorschriften zur Golddeckung ab, um Panikattacken in der Finanzwelt zu bekämpfen. War die Ruhe zurückgekehrt, wurde das normale Regelwerk wieder in Kraft gesetzt, die zusätzliche Liquidität abgeschöpft und die Golddeckung wiederhergestellt. Das klassische Goldwährungssystem besass ein flexibles Regelwerk, mit informellen Ausnahmen für den Notfall.

Damit diese Geldverfassung funktionierte, mussten die Teilnehmerländer ihre Staatshaushalte in normalen Zeiten einer strikten Ausgabendisziplin unterwerfen. Die Kunst der Währungspolitik bestand darin, zwischen unverschuldeten Notlagen und mutwillig herbeigeführten Störungen zu unterscheiden. Für die Handhabung von Notfällen standen kreative Lösungen zur Verfügung. Eine unsolide Fiskalpolitik dagegen führte entweder zur schmerzhaften Anpassung oder zum Ausscheiden aus dem System.

Bei der Gründung der Euro-Zone wurde ein anderer Weg beschritten. Mit der Europäischen Zentralbank schuf man eine supranationale Institution. Der Austritt von Teilnehmerländern war

nicht vorgesehen. Um einen Stabilitätsrahmen zu gewährleisten, sah der Maastrichtvertrag auf Druck Deutschlands (unter Theo Waigel, dem damaligen Bundesfinanzminister) Konvergenzkriterien vor, deren Verletzung mit Strafen bewehrt war. Ebenso schloss der Vertrag eine Beistandsverpflichtung der Mitgliedländer aus, ohne allerdings ein Beistandsverbot explizit auszusprechen.

Der Maastrichtvertrag spielt keine Rolle mehr

Dieser **Waigel-Euro** hat nicht entsprechend den Erwartungen seiner Schöpfer funktioniert. Keine der grossen Volkswirtschaften erfüllt heute das Kriterium, die Staatsverschuldung auf 60% des BIP zu beschränken. Die Rettung des Schwächsten wurde vom Sündenfall zur Regel. Kurz, der Maastrichtvertrag spielt heute keine Rolle mehr.

Ähnlichkeiten des Euro mit dem Goldstandard sind unübersehbar. Wie bei der Währungsdeckung durch Gold bedingt der Euro-Raum fiskalisches Wohlverhalten seiner Mitglieder. Wie alle modernen Währungen ist der Euro aber kein Warengeld, das auf der physischen Deckung durch ein lagerbares Gut, wie etwa ein Edelmetall, basiert; insofern ist er schwächer als die Goldwährung. Umgekehrt hat die Abschaffung nationaler Währungen das Ausscheiden aus dem Euro erschwert; insofern ist der Euro stärker als der Goldstandard, denn Krisen wirken nicht gleich zentrifugal. Gäbe es nur einen Euro-Goldstandard mit fortbestehenden nationalen Währungen, wäre der Grexit längst da. Mit dem Goldstandard teilte der Euro allerdings eine Schwäche: Das Euro-System war nicht auf Krisenfestigkeit gegenüber grossen Schocks ausgelegt. In einer Finanzkrise mussten beide Geldverfassungen durch Intervention und Regelverstösse gestützt werden. Der Waigel-Euro des Maastrichtvertrags war nur ein Schönwetterflugzeug.

Diese Schwächen zeigten sich in der Finanzkrise von 2008, als zahlreiche Länder Rettungsmassnahmen für ihre Bankensysteme ergriffen. Als bald wurden die Maastricht-Kriterien zur Makulatur. Nirgends im Vertragswerk war Vorsorge getroffen worden für eine weltweite systemische Finanzkrise. Sobald die Kapitalströme an die schwächsten Mitglieder der Euro-Zone versiegten, war klar, dass die Zone entweder auseinanderfallen oder ihre bisherige Verfassung brechen musste.

Im klassischen Goldstandard waren die Handlungsanweisungen für einen solchen Verfassungsbruch klar: Zentralbanken setzten vorübergehend die Regeln der Golddeckung ausser Kraft, um Schocks ohne Inanspruchnahme der Politik abzufedern. War der Schock zu gross, musste das betreffende Land aus dem Goldstandard ausscheiden und seine Währung sowie seine Schulden abwerten. Dagegen waren in der Finanzkrise von 2008 und der nachfolgenden Euro-Krise die Handlungsanweisungen nicht eindeutig. Denn die EZB durfte nur begrenzt durch Ankäufe von Staatspapieren intervenieren oder als Kreditgeber der letzten Instanz auftreten. Mit dieser Regel wollten die Schöpfer des Euro-Systems eine Staatsfinanzierung durch die Notenpresse verhindern. Damit hebelten sie allerdings ein wesentliches Instrument aus: die Funktion der Notenbank als letzter Retter der Staatsfinanzierung in Zeiten der Not.

Die Verfassung der EZB hatte dadurch einen Konstruktionsfehler, nämlich das Fehlen einer Reserve- oder Notstandsverfassung. In Zeiten grosser Systemkrisen greifen die normalen Instrumente der Geldpolitik nicht. Das System überlebt nur, wenn es für die Dauer der Krise ausser Funktion gesetzt und durch unkonventionelle Massnahmen ersetzt wird. Die Krisen des klassischen Goldstandards bieten hierfür das Musterbeispiel. Die unkonventionelle Geldpolitik der amerikanischen Federal Reserve und der Bank von England nach 2008 bestätigt diese historische Norm.

Grenzen der Souveränität

Wer aber regiert den geldpolitischen Notstand, wenn hierfür keine Vorsorge getroffen wurde? Der

für seine Apologetik des Nationalsozialismus berüchtigte Staatsrechtler Carl Schmitt hat einmal bemerkt, souverän sei, wer über den Ausnahmezustand entscheide. In der Weimarer Republik, auf die Schmitt sich bezog, schien diese Frage mit dem Notverordnungsrecht des Art. 48 der Weimarer Reichsverfassung klar genug geregelt. Diese Vollmachten wurden unter anderem genutzt, um ab 1930 die Spar- und Deflationspolitik Heinrich Brüning durchzusetzen.

Das Fehlen einer europäischen Fiskalpolitik brachte ab 2010 den Euro in eine konstitutionelle Krise. Unter dem Druck der Not hat sich seitdem die faktische Verfassung des Euro-Systems mehrmals geändert, wobei das Gesetz des Handelns zunächst beim deutschen Finanzministerium lag, dann aber für längere Zeit an die EZB übergang. Der ursprüngliche Waigel-Euro beruhte auf scharfen Restriktionen für die Fiskalpolitik, die sich in der Krise als unhaltbar erwiesen. Das folgende geldpolitische Regime muss als **Schäuble-Euro** bezeichnet werden. Es verband Schuldengarantien für die schwächsten Mitglieder mit drastischen Sparauflagen, um den Geist des Maastricht-Abkommens mittelfristig durchzusetzen, auch wenn kurzfristig sein Buchstabe verletzt war.

Krisenintervention mit «Target 2»

Ein drittes geldpolitisches Regime wurde dagegen von der EZB bestimmt. Seine Stärke beruht auf zwei Instrumenten, die sich in der Schuldenkrise als hochwirksam, aber auch kontrovers erwiesen. Das erste war die Öffnung des EZB-Verrechnungssystems «Target 2» für systematische Transfers an die schwächeren Länder. Ein Land baut Defizite im Target-Saldo auf, wenn es mehr Geld herausnimmt als einzahlt. Als eine Art interne Devisenbilanz des Euro-Systems wird «Target 2» zu einem Restposten der Finanzierung von Importüberschüssen aus Euro-Ländern, der nicht durch Kapitalbewegungen gedeckt ist. Als in der Euro-Krise die Ausleihungen der Kapitalmärkte an die Krisenländer plötzlich aufhörten, wurde «Target 2» zu einer Aorta der südeuropäischen Geld- und Kreditversorgung. Ohne sie wäre es vermutlich sofort zum krisenhaften Ausscheiden der Empfängerländer aus der Euro-Zone mit anschließendem Zahlungsausfall gekommen.

Mit der Zulassung aufgetürmter Defizite im «Target 2»-System hatte die EZB ein erstes effektives Mittel zur Krisenintervention gefunden. Damit stieg sie als allein handlungsfähige Institution zur Herrin des Notstands auf. «Target-2» dokumentierte erstmals, dass den Nationalstaaten der Euro-Zone die Souveränität über die Konjunkturpolitik in Krisenzeiten entglitten war.

Überdeutlich wurde dies in der zweiten Phase der europäischen Schuldenkrise, als die Risikoprämien auf südeuropäischen Anleihen erneut anstiegen. Bei freien Wechselkursen können nationale Zentralbanken dem Zinsanstieg durch Ankauf der eigenen Staatspapiere entgegenwirken. Schon die Drohung reicht aus, um eine solche Spekulation zu verhindern. Diesen Ankündigungseffekt nutzte die EZB, als sie 2012 das OMT-Programm ausrief. OMT war eine Drohung, durch Stützungskäufe zu intervenieren, falls die Renditen für Staatspapiere über einen vorbestimmten Schwellenwert stiegen. Dieses Programm hat reibungslos gewirkt; die Spekulation ebte rasch ab.

Die EZB als Herrin des Notstandes

Dieser **Draghi-Euro** war wiederum ein geändertes Währungssystem. Gleichsam aus dem Nichts schuf die EZB am Rande des Erlaubten eine Reserveverfassung für Krisenzeiten, die Wirkung zeigte. Damit etablierte sich die EZB als einzige in der Krise handlungsfähige europäische Institution. Es besteht kein Zweifel: Die EZB ist seitdem die Herrin des Notstands im Sinne von Carl Schmitt, mit weitreichender Souveränität über die makroökonomische Politik in der Euro-Zone.

Allerdings ist diese Souveränität nicht unbeschränkt. Die EZB spannte den Schutzschirm des OMT-Programms nicht über Griechenland auf. Offenmarktpolitik mit den Staatspapieren eines Teilnehmerlandes, das keinen Zugang zu Kreditmärkten hat, ist zu nahe an der verbotenen Staatsfinanzierung. Aus derselben Motivation sind die direkten ELA-Liquiditätshilfen der EZB an

griechische Banken auch nicht immer weiter erhöht worden. Damit stösst das System des Draghi-Euro ausgerechnet dort an seine Grenzen, wo das Euro-System am verwundbarsten ist. Die EZB ist nicht der Souverän der griechischen Schuldenkrise.

Hin zum Schäuble-Euro

So ist das Gesetz des Handelns wieder an das deutsche Finanzministerium übergegangen. Der Machtkampf zwischen nationaler Prärogative der Fiskalpolitik und europäischer Prärogative der Geldpolitik zeigt die Relegation der EZB auf die hinteren Plätze beim Umgang mit der griechischen Schuldenkrise. Im Gegenteil: Wie schon zuvor im Fall Irlands hat sich die EZB zum Erfüllungsgehilfen der Fiskalpolitik gemacht, indem sie auf dem Höhepunkt der Krise die Aufstockung der ELA-Hilfen an das griechische Banksystem versagte und damit eine Bankenkrise im Land auslöste. Hierfür ist die EZB scharf kritisiert worden, denn eine geldpolitische Notwendigkeit zum Unterbruch der Liquiditätsversorgung bestand nicht. Ob sie dafür ein Mandat hatte, ist gegenwärtig auch noch offen. Sicher ist, dass sie mit diesem Akt einem neuen Schäuble-Euro zum Durchbruch verholfen hat.

Hierin liegt wahrscheinlich die grosse Fehlkalkulation der griechischen Syriza-Regierung im Aufgalopp zur jüngsten Krise. Man stelle sich einmal vor, die EZB hätte die Liquiditätsversorgung der griechischen Banken glaubwürdig aufrechterhalten und einen Ansturm der Öffentlichkeit auf die Bankschalter vermieden. Eine wirksame Drohung mit dem ungeordneten Herausfallen aus dem Währungssystem, dem erzwungenen Grexit, hätte dann nicht ausgesprochen werden können.

Das Kalkül der Griechen, die Schuldenlast vom Schuldner auf den Gläubiger abzuwälzen, hätte dann womöglich aufgehen können, und man hätte die Entstehung gleichsam eines **Varoufakis-Euro** gesehen. In diesem aus leicht ersichtlichen Gründen nicht realisierten informellen Euro-System hätten die Gläubigerländer keine Möglichkeit, über Zwangsmittel die Fiskalpolitik der Schuldnerländer zu beeinflussen, ausser über die Verweigerung weiterer Kredite nach einer Zahlungseinstellung des Schuldners. Mehr noch, im Varoufakis-Euro wäre das Konzept einer Transferunion verwirklicht gewesen. Anstelle eines geordneten Finanzausgleichs wären jedoch die in den Target-Salden dokumentierten Ad-hoc-Zahlungen an die schwächsten Länder getreten.

Man mag diese Vision des Euro als unappetitlich abtun, weil sie keine Strafen für das schlechte Verhalten fiskalpolitischer Schmuddelkinder vorsieht. Nichts diszipliniert den Schuldner, ausser die Folgen seiner Umschuldung und Zahlungseinstellung für die nationalen Banken. Gerade das aber würde einen solchen Euro interessant machen: Ein System, in dem die Geldversorgung durch die EZB und die Disziplinierung der Fiskalpolitik der einzelnen Mitgliedsländer (zum gegenwärtigen Stand der Dinge durch das deutsche Finanzministerium) strikt voneinander getrennt bleiben; das eine würde nicht zur Sklavin der anderen. Deutschland und die übrigen Gläubiger müssten dann zusehen, wie sie ihre Aussenstände eintrieben, ohne mit kommod erzeugten Bankenkrisen in den Schuldnerländern beim Versuch des Inkassos unterstützt zu werden. Umgekehrt könnten die Schuldnerländer nicht mehr von einem Rettungsprogramm zum anderen springen, mit dem Argument, ihre Zahlungskrise und eine Schuldenrestrukturierung könnten ihre Mitgliedschaft in der Währungsunion oder gar diese selbst gefährden.

Näher dem Goldstandard

Einstweilen ist die Entwicklung des Euro nicht an diesen Punkt vorgestossen. Zur Stunde erlebt das System die zweite Auflage des **Schäuble-Euro**, eines fiskalpolitischen Klubs der Besten, der die Schwächeren zur Austerität zwingt und gleichzeitig ein Rettungsprogramm nach dem anderen für sie auflegt. Dem Goldstandard ist der Euro dadurch wieder ähnlicher geworden, die Autorität der EZB als alleinige Herrscherin über den Notstand an das deutsche Finanzministerium zurückgefallen. Aber auch der historische Goldstandard endete, nachdem zwischen den Kriegen seine Stabilisierung

von den Notenbanken auf die Finanzminister übergegangen war und zur Angelegenheit des Stimmzettels wurde. Dasselbe kann auch mit dem Euro noch geschehen.

Bekannte Krisenkandidaten

Ein Nachtrag über missachtete historische Lektionen ist gerechtfertigt: Der Goldstandard vor 1914 kannte sieben notorische Aussteiger. Es waren dies drei Länder in Südamerika, deren Krisen auch im 20. Jahrhundert die Märkte wieder in Atem halten würden: Argentinien, Brasilien und Chile. Die vier anderen Länder, die aus dem Goldstandard ausstiegen, lagen in Europa. Die Namen dieser Länder sind: Portugal, Spanien, Italien und Griechenland.

Albrecht Ritschl

slp. · Als Wirtschaftshistoriker trägt Albert Ritschl regelmässig zu wirtschaftspolitischen Debatten bei, indem er an Präzedenzfälle und oft vergessene Lektionen erinnert. Vor seiner Berufung 2007 an die London School of Economics hielt Ritschl Professuren an der Universität Pompeu Fabra in Barcelona, der Humboldt-Universität in Berlin und auch, zwischen 1999 und 2001, an der Universität Zürich. In seiner Forschung konzentriert sich der 1959 geborene Münchner auf die Wirtschaft Deutschlands im 20. Jahrhundert, etwa die Krisen der Zwischenkriegszeit. Im Zusammenhang mit der Euro-Krise hat Ritschl wiederholt vor der politischen Destabilisierung Griechenlands gewarnt, sollte die Schuldenlast nicht reduziert werden; er verwies dabei auch auf die prekäre Lage Deutschlands vor der Machtergreifung Hitlers. Ritschl ist Mitglied des wissenschaftlichen Beirats beim deutschen Wirtschaftsministerium und dort Sprecher einer Historikerkommission.