



Dienstag, 20. September 2022, 17:00 Uhr
~10 Minuten Lesezeit

Das Euro-Dilemma

Sowohl Zinserhöhungen als auch der Verzicht darauf können die europäische Wirtschaft in die Bredouille bringen — es droht ein dramatischer Absturz unserer Währung.

von Christian Kreiß
Foto: Elena Schweitzer/Shutterstock.com

Wie man's macht, macht man's falsch. Die EZB steht derzeit vor einem kaum zu lösenden Dilemma. Erhöht sie den Leitzins, wie zuletzt geschehen, so steigt die Gefahr der Überschuldung für Staaten und Einzelpersonen. Erhöht sie ihn nicht, kann das verstärkte Inflation und steigende Importpreise bedeuten – beides tödlich für die Wirtschaft. Die Folgen der Krise sind jetzt schon deutlich zu spüren. In den letzten 18 Monaten hat der Euro gegenüber dem Dollar etwa 20 Prozent seines Wertes verloren und wird momentan eins zu eins zum Dollar gehandelt. Auch zum Schweizer Franken, zum chinesischen Yuan

und insbesondere zum Rubel hat der Euro in den letzten Jahren deutlich an Wert verloren (1). Von einem Zusammenbruch des Euro würden vor allem unsere globalen Konkurrenten, die USA und China, profitieren. Welche Auswirkungen könnte das auf uns haben?

Die Lenkungsfunktion des Zinses

Um diesen Fragen nachzugehen, wollen wir uns zuerst einmal klarmachen, warum es innerhalb einzelner Länder oder Währungsräume Zinsunterschiede, sogenannte Spreads, für verschiedene Kreditnehmer gibt. Die Zinsen sind abhängig von der Qualität beziehungsweise der Bonität der Kreditnehmer. Je besser die Bonität oder Güte des Kreditnehmers, desto geringer ist die Ausfallwahrscheinlichkeit für die Bank, und desto geringer ist daher der Risikoaufschlag und damit der Zins, den der Schuldner zahlen muss. Die Zinsunterschiede steuern daher die Kapitalströme. Schlechte Schuldner mit geringer Bonität bekommen wenig und teure Kredite. Hohe Zinsen sollen schlechte Schuldner davon abhalten, zu hohe Kredite aufzunehmen. Sie haben eine wichtige ökonomische Steuerungsfunktion.

Falls die Zinsunterschiede über längere Zeiten nicht den ökonomischen Realitäten entsprechen, falls die Risikoaufschläge nicht die Bonitäten widerspiegeln, werden die Kapitalströme falsch gelenkt. Dann bekommen zu schlechte Schuldner zu billige und zu hohe Kredite. Wie ein Blick in die Wirtschaftsgeschichte zeigt, kommt es dann regelmäßig zu Bereinigungen, die die Form von Kredit- oder gar Finanzkrisen annehmen können. Jüngere Beispiele dafür sind die japanische Immobilienkrise ab 1990, die

Südostasienkrise ab 1997, die spanische Immobilienkrise ab 2008 oder die vielen Problemkredite im Bereich Projektfinanzierung ab 2008 (2), die die Finanzkrise 2007 bis 2009 verstärkt haben.

Wenn über Staatsintervention die Zinsdifferenzen künstlich beeinflusst werden, führt das zu Kapitalfehllenkung und dazu, dass falsche Schuldner falsche Kredite bekommen; dadurch wird eines Tages eine Bereinigung erfolgen. Je länger die falschen Zinsen die Kapitalströme falsch lenken, desto gravierender wird die Bereinigungskrise ausfallen.

Aushebelung der Marktmechanismen durch die Einführung des Euro

Mit der Einführung des Euro 1998 beziehungsweise 2002 hat genau eine solche systematische Staatsintervention in das Marktgeschehen stattgefunden, die die Zinsdifferenzen politisch beeinflusst und dafür gesorgt hat, dass die Kapitalströme seither in ökonomisch falsche Richtungen fließen. Die Gesetze des Marktes lassen sich aber durch politischen Willen nicht einfach aushebeln.

Der Markt rächt sich. Konkret: Wenn die Gläubiger eines Tages feststellen, dass sie ihre Kredite nicht mehr in voller Höhe zurückbekommen werden, dann kann es zu einer Finanzkrise kommen. Eine solche dürfte uns im Euroraum bevorstehen. Denn seit 20 Jahren entspricht die Zinsstruktur im Euroraum nicht mehr den ökonomischen Grundgesetzen. Seit 20 Jahren werden die Kapitalströme in die falsche Richtung gelenkt.

Meiner Einschätzung nach ist der Euro rein ökonomisch betrachtet von Anfang an eine Fehlkonstruktion. Diese Fehlkonstruktion kann man vergleichen mit dem Bau einer Brücke, die auf falschen Berechnungen beruht. Sie dürfte eines Tages einstürzen.

Beispiel Italien

Nehmen wir konkret als Beispiel Italien. Bereits bei der Einführung des Euro 1998 verstieß die Höhe der italienischen Staatsschulden gegen die Maastricht-Kriterien. Erlaubt waren offiziell 60 Prozent vom Bruttoinlandsprodukt (BIP), Italien hatte aber bereits damals 114 Prozent (3) Schulden. Italien hätte also eigentlich gar nicht in den Euroraum aufgenommen werden dürfen. Aber die entscheidenden Politiker haben sich über diese Regel von Anfang an hinweg- und damit ökonomische Grundregeln außer Kraft gesetzt. Nach gut 20 Jahren Euro betrugen die italienischen Staatsschulden Ende 2021 150 Prozent vom BIP. Sie haben also um etwa 35 Prozentpunkte zu- statt abgenommen, obwohl sie schon bei der Einführung zu hoch waren.

Ohne die falschen Zinssignale, sprich ohne den Euro hätte Italien niemals so viele zusätzlichen Schulden zu solch niedrigen Zinsen aufnehmen können. Die Bremsfunktion hoher Zinsen wird seit Einführung des Euro weitgehend ausgehebelt. Die Zinsen auf 10-jährige italienische Staatsanleihen waren von 2014 bis Anfang 2022 fast ständig niedriger als die Zinsen auf 10-jährige US-Staatsanleihen (4). Das war eine ökonomische Absurdität ersten Ranges, eine groteske Marktverzerrung. Die USA haben mit ihrem Rating AA+ eine ungleich bessere Bonität als Italien mit BBB (5). Dass ein bonitätsmäßig so viel schwächerer Kreditnehmer jahrelang niedrigere Zinsen zahlt als die USA ist eine extreme, politisch bewirkte Marktverzerrung, die sich bitter rächen dürfte.

Italien hat in etwa die gleiche Bonität wie Rumänien (6). Die Zinsen auf 10-jährige rumänische Staatsanleihen waren in den letzten sieben Jahren meist um mehrere Prozentpunkte höher als die auf italienische Staatsanleihen (7). Auch dieser Vergleich zeigt, wie unsinnig falsch die Zinsen innerhalb des Euroraumes waren beziehungsweise sind.

Wenn auf Märkten derart lange derart falsche Preise herrschen und dadurch falsche Anreizstrukturen gesetzt werden, kann das nur schiefgehen.

Man könnte das mit einem Land ohne nennenswerte eigene Energievorkommen vergleichen, in dem über viele Jahre ständig die Energiepreise künstlich niedrig gehalten werden. Ein solches Land wird sich einen hohen Energiekonsum angewöhnen. Steigen die Energiepreise eines Tages auf realistisches Weltmarktniveau, weil die Subventionen nicht mehr bezahlbar sind, wird eine Energiekrise in dem Land ausbrechen und zu einem schmerzhaften wirtschaftlichen Bereinigungsprozess führen. Das Gleiche, nur noch stärker, geschieht, wenn eines Tages realistische Weltmarktzinsen einziehen nach einer jahrzehntelangen Periode künstlich heruntersubventionierter Zinsen.

Was kommt? Das Dilemma der EZB

Der Euro dürfte in den kommenden Monaten oder Jahren in Schwierigkeiten kommen. Konkret steht die Europäische Zentralbank (EZB) vor folgendem Dilemma: Um die hohe Inflation von derzeit über 9 Prozent im Euroraum zu bremsen, muss sie die Zinsen stark anheben. Zwei Schritte in diese Richtung sind vor Kurzem bereits erfolgt (8). Allerdings liegen die Zinsen der EZB mit 1,25 Prozent derzeit immer noch weit unter den Zinsen der US-FED (Zentralbanksystem und Notenbank der USA), welche sie auf 2,5 Prozent (9) festlegt, obwohl die Inflation im Euroraum mit 9,1 Prozent (10) höher ist als die in den USA, wo sie momentan 8,5 Prozent beträgt (11). Die EZB dürfte die Zinsen mindestens so stark anheben müssen wie die USA, um die Inflation zu brechen. Für die USA wird geschätzt, dass die FED die Zinsen auf über 4 Prozent Ende 2023 anheben muss, um die Inflation zu brechen (12).

Wenn die EZB die Zinsen ebenfalls auf 4 Prozent oder gar mehr

anhebt, bekommt aber die italienische Regierung erhebliche Finanzprobleme: Ein Schuldenstand von 150 Prozent vom BIP bedeutet, dass eine Zinsanhebung um 4 Prozentpunkte für die italienische Regierung eine zusätzliche Finanzbelastung in Höhe von 6 Prozent des BIP bedeutet. Das ist eine Riesensumme. Wie soll das finanziert werden? Dazu kommt, dass die italienischen Energieimporte 2022 vermutlich um etwa 60 Milliarden Euro oder 3 Prozentpunkte vom BIP zunehmen werden (13). Wie soll das alles von der italienischen Volkswirtschaft aufgebracht werden? Wie sollen das die italienischen Bürgerinnen und Bürger bezahlen? Das reale, kaufkraftbereinigte BIP pro Kopf liegt in Italien derzeit bereits unter dem Niveau des Jahres 2000! (14) Das Land hat seit fast einer Generation kein reales Wirtschaftswachstum mehr gesehen.

Nicht nur in Italien sind die Staatsschulden zu hoch für signifikante Zinserhöhungen. Die Staatsschulden von Griechenland betragen Ende 2021 193 Prozent vom BIP (15), die von Portugal 127 Prozent (16), von Spanien 118 (17) und von Frankreich 113 Prozent (18). Auch diese Länder könnten bei deutlichen Zinsanhebungen leicht in Finanzprobleme kommen.

Kurz: Bekämpft die EZB ernsthaft die Inflation mit kräftigen Zinsanhebungen im Euroraum, droht eine italienische Staatsinsolvenz. Das dürfte zu Insolvenzen von vielen italienischen Banken führen, die große Mengen an italienischen Staatsanleihen halten, und im nächsten Schritt, wegen der starken gegenseitigen finanziellen Verflechtungen, Bankruns (deutsch: Bank- oder Schalteransturm) und Insolvenzen bei sehr vielen europäischen Banken auslösen, sprich eine enorme Finanz-, Währungs- und Schuldenkrise, die weit schlimmer sein dürfte als die von 2008.

Andererseits: Bekämpft die EZB die Inflation im Euroraum nicht ernsthaft mit Zinserhöhungen, dürfte sich der Euro weiter abschwächen. Die Importpreise, beispielsweise für Energie und Rohstoffe würden dann steigen und die Inflation erneut anheizen.

Bei einer solchen Entwicklung könnten ausländische, insbesondere US-Kapitalanleger das Vertrauen in den Euro verlieren, der Euro könnte immer weiter fallen und zuletzt gar zerbrechen.

Dann hätten wir Chaos im Euroraum und eine tragische Finanz-, Währungs- und Wirtschaftsdepression mit unabsehbaren Auswirkungen auf die betroffenen Volkswirtschaften und die Menschen in Kontinentaleuropa. Was das unter anderem für den innereuropäischen Frieden bedeuten könnte, hat sich bereits 2008 ansatzweise gezeigt.

Ich fürchte, im Falle eines vom Markt erzwungenen Auseinanderbrechens des Euro kommen schlimme Zustände auf Kontinentaleuropa zu.

Cui bono, wer profitiert?

Wer würde von einem solchen ökonomischen Zerbrechen Kontinentaleuropas profitieren? Die konkurrierenden Volkswirtschaften, beispielsweise die USA, Großbritannien, aber auch China und andere Länder. Selbstverständlich würden auch diese Volkswirtschaften unter einem Zusammenbruch Kontinentaleuropas leiden, insbesondere weil Exporte wegbrechen. Aber relativ betrachtet würde sich deren Machtposition verstärken. Unter hegemonialpolitischen Gesichtspunkten wären die genannten Länder eindeutig Gewinner nach dem Motto: Wenn sich zwei streiten oder zusammenbrechen, freut sich der Dritte.

Ein unkontrollierter Zusammenbruch des Euro könnte zu starken nationalen Ressentiments führen. Die Idee, mit der ursprünglich für den Euro geworben wurde, „Führt eine gemeinsame Währung ein, und ihr werdet nie wieder in schlimme nationale Konflikte kommen“, würde dann exakt in ihr Gegenteil verkehrt. Wenn es zu

starken nationalen Ressentiments kommt, dürfte Kontinentaleuropa für längere Zeit als ökonomischer, aber auch als politischer Konkurrent geschwächt werden.

Genau genommen konnte man eine solche Entwicklung bereits bei Einführung des Euro erwarten, bei der es bereits einige Klagen vor verschiedenen Gerichten gegen den Euro gab, da solche Fehlentwicklungen von manchen nachdenklichen Ökonomen erwartet wurden. Eine interessante Frage in diesem Zusammenhang ist: Warum wurde der Euro trotzdem eingeführt? War das Zufall? Ein Schelm, wer Böses dabei denkt. Ein Blick auf mögliche Profiteure ist da oft hilfreich für das Verständnis.

Was tun?

Man sollte den grundlegenden Konstruktionsfehler des Euro offen und ehrlich ansprechen. Dann könnte man beispielsweise folgende Gegenmaßnahmen ergreifen: Man könnte eine geregelte, langsame Auflösung des Euro über 20 Jahre angehen. Nationale Währungen werden wieder eingeführt und die Entscheidungskompetenzen schrittweise an die nationalen Notenbanken rückdelegiert, sodass langsam, aber sicher Währungen und Zinsen wieder atmen und sich den individuellen volkswirtschaftlichen Bedürfnissen anpassen können.

Ähnlich wie in der Phase von 1998 bis 2001 wird zunächst eine supranationale Zinspolitik weitergeführt, die aber von Jahr zu Jahr, in einem 20-Jahresplan, immer stärkere Zins- und Währungsunterschiede zulässt. Zins- und Währungskorridore werden eingeführt und von Jahr zu Jahr erweitert, sodass keine wilden Währungsspekulationen stattfinden, also ein Art Rückfahrplan über 20 Jahre, ungefähr genauso lange wie seit der Einführung bis heute.

Man sollte dazu fiskalische Begleitmaßnahmen ergreifen, um die Staatsfinanzen in den einzelnen Ländern zu sichern und soziale Spannungen zu vermeiden: Man könnte eine progressive Bodenabgabe einführen ab einem Freibetrag von vielleicht 2 Millionen Euro pro natürlicher Person. Eine solche Abgabe würde langfristig ökonomisch und ethisch fragwürdigen Großgrundbesitz in Privathand abschaffen und Mieten beziehungsweise Wohnen insgesamt stark verbilligen (19). Die anfänglich erheblichen Erträge aus dieser Abgabe könnte man für Steuer- und Abgabeminderungen von Kleinverdienern verwenden, damit deren Nettoeinnahmen erheblich erhöhen und so den sozialen Frieden sichern. Weitere fiskalische Maßnahmen zur Abwendung von Turbulenzen könnten eine substanzielle Abgabe auf kompetitive Werbung (20) und die Einführung einer allgemeinen Vermögenssteuer sein.

Falls die Politiker weiterhin den Kopf in den Sand stecken, fürchte ich, werden wir über kurz oder lang in eine schlimme Eurokrise stürzen. Denn in seiner heutigen Form ist der Euro meiner Einschätzung nach auf Dauer nicht haltbar.

Quellen und Anmerkungen:

(1) <https://tradingeconomics.com/euro-area/currency>

(<https://tradingeconomics.com/euro-area/currency>)

(2) Benjamin C. Esty, Aldo Sesia, An Overview of Project Finance and Infrastructure Finance, 2009, Update June 30, 2010, Harvard Business School

(3) <https://tradingeconomics.com/italy/government-debt-to-gdp> (<https://tradingeconomics.com/italy/government-debt-to-gdp>)

(4) <https://tradingeconomics.com/italy/government-bond-yield>

- <https://tradingeconomics.com/italy/government-bond-yield>)
und <https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield> (<https://tradingeconomics.com/united-states/government-bond-yield>)
- (5) <https://tradingeconomics.com/italy/rating>
(<https://tradingeconomics.com/italy/rating>)
- (6) <https://tradingeconomics.com/romania/rating>
(<https://tradingeconomics.com/romania/rating>)
- (7) <https://tradingeconomics.com/romania/government-bond-yield> (<https://tradingeconomics.com/romania/government-bond-yield>)
- (8) <https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>
(<https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>)
- (9) <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>
(<https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>)
- (10) <https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>
(<https://tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>)
- (11) <https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>
(<https://tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>)
- (12) <https://www.theedgemarkets.com/article/fed-leaders-unswayed-softer-cpi-see-rate-hikes-2023>
(<https://www.theedgemarkets.com/article/fed-leaders-unswayed-softer-cpi-see-rate-hikes-2023>)
- (13) <https://de.marketscreener.com/boerse-nachrichten/nachrichten/Italien-wird-dieses-Jahr-100-Milliarden-Euro-fur-Energieimporte-ausgeben--41692848/>
(<https://de.marketscreener.com/boerse-nachrichten/nachrichten/Italien-wird-dieses-Jahr-100-Milliarden-Euro-fur-Energieimporte-ausgeben--41692848/>)
- (14) <https://tradingeconomics.com/italy/gdp-per-capita-ppp>
(<https://tradingeconomics.com/italy/gdp-per-capita-ppp>)
- (15) <https://tradingeconomics.com/greece/government-debt-to-gdp> (<https://tradingeconomics.com/greece/government-debt-to-gdp>)
- (16) <https://tradingeconomics.com/portugal/indicators>

<https://tradingeconomics.com/portugal/indicators>)

(17) <https://tradingeconomics.com/spain/government-debt-to-gdp> (<https://tradingeconomics.com/spain/government-debt-to-gdp>)

(18) <https://tradingeconomics.com/france/government-debt-to-gdp> (<https://tradingeconomics.com/france/government-debt-to-gdp>)

(19) <https://www.nachdenkseiten.de/?p=84599>

<https://www.nachdenkseiten.de/?p=84599>)

(20) Vergleiche Kreiß, Christian: Werbung – nein danke. Warum wir ohne Werbung viel besser leben könnten, Berlin und München 2016

Dieser Artikel erschien bereits auf www.rubikon.news.



Christian Kreiß, Jahrgang 1962, studierte und promovierte in Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftsgeschichte an der LMU München. Er arbeitete 9 Jahre als Bankier, davon sieben Jahre als Investment Banker. Seit 2002 ist er Professor für BWL mit Schwerpunkt Investition, Finanzierung und Volkswirtschaftslehre. Er ist Autor von sieben Büchern. Zuletzt erschien von ihm „Gekaufte Wissenschaft“. Er wurde 3 Mal als unabhängiger Experte (Grüne, Linke, SPD) in den Deutschen Bundestag eingeladen und gab zahlreiche Fernseh-, Rundfunk- und Zeitschriften-Interviews, hielt Vorträge und veröffentlichte Artikel. Kreiß ist Mitglied bei ver.di und Christen für gerechte Wirtschaftsordnung. Weitere Informationen unter menschengerech tewirtschaft.de (<https://menschengerech tewirtschaft.de/>).

Dieses Werk ist unter einer **Creative Commons-Lizenz** ([Namensnennung](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/) -

Nicht kommerziell - Keine Bearbeitungen 4.0 International

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>) lizenziert.

Unter Einhaltung der Lizenzbedingungen dürfen Sie es verbreiten und vervielfältigen.