

Währung am Abgrund

Wie weiter mit dem Euro?

Konrad Hummler 16. Juli 2022, 06:00



Christine Lagarde: Politikerin ohne geldpolitische Erfahrung an der Spitze der Europäischen Zentralbank. (Bild Keystone)

Milton Friedman irrte, als er voraussagte, der Euro würde kaum länger als bis zum Jahr 2015 überleben ([The Euro: Monetary Unity to Political Disunity?](#), Project Syndicate, 1997). Sowohl die Finanzkrise von 2008/09, die (europäische) Staatsschuldenkrise von 2010 als auch die Pandemie meisterte die neue Währung relativ problemlos. Ja, man kann sogar sagen, dass die Kohärenz im Währungsraum mit jeder Krise wuchs, oder etwas weniger positiv ausgedrückt: dass die gegenseitigen Abhängigkeiten massiv anstiegen.

Ohne die Europäische Zentralbank (EZB) wären Griechenland und Italien längst pleite, andere europäische Länder vielleicht auch. Von Mal zu Mal erdachte man sich zusätzliche Institutionen, um zu retten, zu stützen, Risikoprämien zu reduzieren oder zu eliminieren. Und schrittweise entfernte man sich mehr und mehr von den früher als «heilig» betrachteten Kriterien des Maastricht-Vertrags.

Was wichtig ist:

- Die Umstände erlaubten eine riesige Aufblähung der Bilanzen der Notenbanken
- Die EZB hing am Rockzipfel der Geldpolitik des amerikanischen Fed. Dies ist nun anders.
- Die Zinsen müssen ansteigen, oder es droht der perfekte Sturm für den Euro und die Wirtschaft in Europa.

Kann man aufgrund der empirisch mehrfach bestätigten Resilienz des Euro-Systems davon ausgehen, dass Milton Friedman völlig falsch lag und seine These definitiv zu verwerfen ist? Wird die Verteidigung des Euro durch ein weiteres «What ever it takes» (EZB-Chef Mario Draghi, 26. Juli 2012, [Link](#)) weiterhin so reibungslos funktionieren wie in den vergangenen 15 Jahren? Hat sich der Euro definitiv als Weltwährung etabliert? Zweifel sind angebracht, wenngleich der Gedanke an einen Zusammenbruch der europäischen Währung zum denkbar dümmsten Zeitpunkt in der Geschichte – der säkularen Herausforderung durch die aggressive russische Tyrannei – nicht eben fröhlich stimmt.

Warum es keine Inflation gab

Es gibt verschiedene Gründe, weshalb die EZB bislang den gewählten Kurs relativ unbehelligt wahren und einhalten konnte. Zunächst fiel der Aufbau des Eurosystems in eine Phase eines langfristigen deflationären Megatrends. So erfasste moderne (Computer-)Technologie bekanntlich alle Lebens- und Wirtschaftsbereiche und machte die ganze Welt bei weitem produktiver als zuvor. Wir spielen mittlerweile mit unseren Handys völlig selbstverständlich Reisebüro, Bank, Versicherung, Textilienhändler oder sogar Casino. Die Globalisierung führte zu einer unglaublichen Verfügbarkeit sozusagen aller Güter von jeglicher Herkunft an allen Ecken und Enden der Welt; die Wende von 1989 hatte zusätzliche Arbeitskräfte en masse in das Wirtschaftssystem gespült und setzte der Arbeitsteiligkeit kaum mehr Grenzen. In einer solchen Zeit konnte schlicht keine Inflation aufkommen, Geldpolitik hin oder her.

Der zweite Grund für die enorme Handlungsfreiheit der EZB über die vergangenen Jahre lag im «Quasi-PEG» des Euro zum US-Dollar, oder etwas einfacher ausgedrückt: in der sehr hohen Ähnlichkeit der geldpolitischen Voraussetzungen und Handlungen der beiden Zentralbanken, dem amerikanischen Fed und der EZB. Die europäische Zentralbank konnte sich sozusagen an ihrem amerikanischen Pendant «anhängen». Bekanntlich verfolgte die US-Notenbank seit Amtsantritt von Allan Greenspan im Jahre 1987 eine auf Beruhigung der Finanzmärkte ausgerichtete Geldpolitik. Jede Krise wurde mit einer mehr oder weniger grosszügigen Geldschwemme beantwortet.

Unendliche Aufblähung

Dreierlei waren die Folgen: Zum einen wurden wohl die Ausschläge der krisenhaften Entwicklungen sowohl an den Finanzmärkten als auch in der Realwirtschaft gedämpft. Zum andern senkte sich mit jeder Intervention das Zinsniveau. Drittens wurde eine allgemeine Erwartungshaltung kultiviert, dass «es» die Notenbank das nächste Mal wieder richten werde. Ein riesiger «Moral Hazard», wie ihn die Geschichte noch nie gesehen hatte. Als die Zinsen bei null angelangt waren, fuhr man mit den unkonventionellen Mitteln der «Modern Monetary Theory (MMT)» fort, Geld ins System zu schleusen. Die Notenbanken begannen damit, Anleihen in eigener Währung aus den Finanzmärkten aufzukaufen. Ihre Bilanzen schienen angeblich unendlich aufblähungsfähig.

Im Euro-System galten solche Anleihenkäufe vornehmlich den EU-Mitgliedsländern mit schlechter Schuldnerqualität. Die Risikoprämien auf ihren Schuldpapieren wurden durch die EZB-Aktivitäten praktisch eliminiert; Italien konnte sich zu vergleichbaren Konditionen verschulden wie das ungleich stärkere Deutschland. «Kampf gegen die Fragmentierung» wird diese Geldschöpfung in Brüssel und Frankfurt mittlerweile

genannt, und dieser Kampf wird derzeit munter fortgesetzt, obschon sich die geldpolitische und konjunkturelle Situation dramatisch verändert hat.

Es rächen sich nun die über Jahre hinweg wohl deutlich zu grosszügige Geldpolitik sowie die vielen finanziellen Hilfeleistungen während der Pandemie.

Inzwischen hat nämlich die Inflationsrate im Euro-Raum satte 8.6 Prozent erreicht. Die Gründe dafür sind teilweise realer Natur, nämlich aufgrund von Lieferverzögerungen aus dem pandemiepsychotischen China und aufgrund von Preisanstiegen, namentlich im Energiebereich, im Gefolge des Russlandkriegs gegen die Ukraine. Zum anderen Teil rächen sich nun aber die über Jahre hinweg wohl deutlich zu grosszügige Geldpolitik sowie die vielen finanziellen Hilfeleistungen während der Pandemie: auf ein verengtes Angebot trifft eine überhöhte Nachfrage. Man mag das Wort «Fachkräftemangel» ja schon bald nicht mehr hören, zu Recht. Denn die «Fachkräfte» wären an sich schon noch vorhanden, aber sie wollen post-Coronam nicht mehr so lange und so viel arbeiten und verbringen ihre Zeit mit Mehrkonsum. Ihre Erwartungshaltung ist bis auf weiteres auf «immer mehr, immer leichter, immer einfacher, easy man!» getrimmt.

Die Zinsen müssen rauf

Es wäre an der Zeit, die geldpolitischen Zügel zu straffen, sprich, die Zinsen zu erhöhen. Deutlich, und mit Aussichten auf weitere, konsequent durchgezogene Zinserhöhungen. Damit sich die allgemeine Erwartungshaltung verändert. Mit dem Risiko, dass die Wirtschaft in eine Rezession gleitet – das sogenannte «soft landing» ist eine Kunst, die nur selten gelingt. Die amerikanische Notenbank, das Fed unter Governor Jerome Powell, hat damit begonnen. Wie konsequent der eher unerfahrene oberste Geldpolitiker der USA bleiben wird, darüber wird derzeit unter Prognostikern lebhaft diskutiert. Man traut ihm nicht richtig und erwartet lautes Aufheulen von Wall Street und Politik, falls eine Rezession drohen würde.



Jerome Powell in einem Hearing in Washington. Bild: Keystone

Es gibt aber auch gute Gründe, weshalb der Fed-Chef hart bleiben könnte: weil ihm keine andere Wahl bleibt, falls er die Monopolstellung des US-Dollars als Welthandelswährung erhalten will. Und weil die Vormachtstellung der USA damit eng zusammenhängt, kann an jenem Willen kaum gezweifelt werden. Alles andere wäre selbstmörderisch.

Fed und EZB driften auseinander

Damit kommt nun aber die Europäische Zentralbank unter Zugzwang. Zum ersten Mal seit langer Zeit kracht es im Währungsgebälk. Die Geldpolitik des Fed und jene der EZB driften auseinander. Der Umrechnungskurs EUR/USD hat diese Woche erstmals Parität erreicht; der Druck auf den Wert der europäischen Valuta ist beträchtlich. Inflationsdruck, Wertverluste – die EZB sollte handeln.

Doch es gibt ein Dilemma. Mit jeder noch so kleinen Zinserhöhung werden nämlich Signale an die Finanzmärkte gesandt, welche die wackligen europäischen Schuldnerländer betreffen. Je höher die Zinsen, desto geringer die Rückzahlwahrscheinlichkeit und umso höher die Risikoprämien für neuen Finanzbedarf. Was Wunder, dass Frau Lagarde zögert? Zumal sie keine Geld-, sondern lediglich eine normale Politikerin ist. Kann sein, dass die EZB deshalb den aus geldpolitischer Sicht richtigen oder vertretbaren Moment verpasst, um die Inflation zügig in den Griff zu bekommen. Ein entsprechender, allgemeiner Wohlstandsverlust in der Eurozone ist dann programmiert.

Der perfekte Sturm

Skizzieren wir zum Schluss noch den perfekten Sturm. Er bestände darin, dass die EZB zu spät, dann aber umso schärfer interveniert, um den Aussenwert des Euro zu erhalten und irgendwie doch noch die Inflation zu bekämpfen versuchen. Dies würde in Europa Rezessionsängste auslösen. Gleichzeitig würde Russland den Gashahn zudrehen und Deutschland in eine Versorgungskrise schlittern lassen. Im Eurosystem entstünden Risse, da es für die wackligen Mitgliedsländer im Süden attraktiv würde, den Schuldenberg gegenüber Frankfurt und Brüssel abzustreifen und sich gegebenenfalls mit Hilfe russischer Garantien neu zu finanzieren. Deutschland hätte als ultimativer Garant der Eurozone ausgedient und müsste selber um sein Überleben bangen.

Es lohnt sich, das sogenannte Udenkbare zu denken. Prepare for the worst and hope for the best – bereite dich auf das Schlimmste vor und hoffe auf das Beste! Mir scheint, dass die intellektuelle Antizipation und die Erwartungshaltungen in Politik, Gesellschaft und an den Märkten noch nicht dort sind, wo sie realistischerweise sein müssten.