

Letzter fehlender Pfeiler der Euro-Architektur?

Von Martin Höpner

| 21. Oktober 2020



istock.com/Alexandros Michailidis

Als Meilenstein der Integrationsgeschichte wurde NextGenerationEU gefeiert, gar zu einer kopernikanischen Wende der Europäischen Union verklärt. Wie wirkt der neue Aufbaufonds auf die strukturellen Probleme des Euro ein?

Im Sommer hatte die Einigung des Europäischen Rates vom 17.-21. Juli 2020 in weiten Teilen von Politik, Presse und Öffentlichkeit begeisterte Reaktionen hervorgerufen. Von einem grundlegenden Durchbruch des solidarischen Europa war die Rede, von einem wichtigen Baustein zur Vollendung des europäischen Hauses, vom Hamilton-Moment der EU (hübsch zu lesen: die den Begriff einhellig ablehnenden Beiträge [in diesem Symposium](#)) und mehr.

Angesichts der Zähigkeit der Verhandlungen mit dem Europäischen Parlament (EP) ist der Überschwang inzwischen einer gewissen Ernüchterung gewichen. Mit dem Mehrjährigen Finanzrahmen ist das EP in großer Mehrheit einverstanden. Besonders erfreut zeigt es sich über die Ermächtigung der Kommission, Mittel in Höhe von bis zu 750 Milliarden Euro an

den Märkten aufzunehmen und dem EU-Haushalt zuzuleiten. Ein Großteil dieser Mittel, 672,5 Milliarden Euro, soll für die so genannte Aufbau- und Resilienzfazilität (nachfolgend: Aufbaufonds) genutzt werden und von der Kommission ungefähr hälftig als Darlehen und Finanzhilfen an die Mitgliedstaaten vergeben werden.

In einer Detailfrage verhält sich das Parlament indes antagonistisch. Dabei geht es um die Konditionalitäten, speziell um den Rechtsstaatsmechanismus (siehe diese [EP-Entschließung vom 7. Oktober](#)). Das EP verlangt einen von der Kommission organisierten, sanktionsbewehrten, jährlichen Überwachungszyklus, der konkrete Zeitpläne für verlangte Reformen umfassen soll und der, wie der EP-Beschluss verdeutlicht, nach Möglichkeit alles umfassen soll, was nicht nur mit dem Gerichtswesen, sondern irgendwie mit Grundrechten und Nichtdiskriminierung in Berührung kommt.

Die notwendige Einstimmigkeit im Rat ist hierfür unerreichbar. Die deutsche Ratspräsidentschaft ist um Auflösung der Blockade bemüht und möchte den Mechanismus auf Probleme beschränken, die in sachlichem Zusammenhang mit dem EU-Budget stehen. Der wäre beispielsweise gegeben, wenn zu befürchten wäre, dass abgerufene Mittel im Korruptionssumpf versickern. Es wird wohl jede und jeder zustimmen, dass zumindest hierfür in der Tat Vorkehrungen zu treffen sind.

Es wird für die europäische Ratspräsidentschaft nicht leicht, einen Kompromiss zu schmieden, dem am Ende 56 Organe zustimmen können: 27 Regierungen, 27 nationale Parlamente, das EP und der Rat. Aber am Rechtsstaatsmechanismus wird das Vorhaben am Ende nicht scheitern und die entscheidenden Parameter sind klar. Trauen wir uns daher eine erste Einschätzung.

Eine Frage der Perspektive

Man kann *NextGenerationEU* aus unterschiedlichen Perspektiven betrachten und wird je nach Blickwinkel zu unterschiedlichen Einschätzungen gelangen. So ließe sich beispielsweise fragen, ob es nun »mehr Europa« gibt. Das ist tatsächlich der Fall. Mit der Verschuldungsmöglichkeit erhält das politische System der EU ein neues Instrument. Der Mehrjährige Finanzrahmen wird beachtlich ausgeweitet, die Kommission vergibt die Kredite und Zuschüsse und wird entsprechend mächtiger. Das Europäische Semester erhält mehr Biss, ggf. ergänzt um den neuen Rechtsstaatsmechanismus. Ist die Laufzeit der Anleihen vorüber, gibt es entweder (entgegen der Ankündigung) neue Anleihen oder die EU erhält in substanziellem Umfang neue, eigene Steuern. Wahrscheinlich gibt es eine Mischung aus beidem. Vor allem aber ist der Aufbaufonds ein Präzedenzfall für künftige Krisen, an denen die Eurozone ja nicht arm ist, so dass eine gewisse mittelfristige Verstetigung der Fondslösung wahrscheinlich erscheint.

Dieser Sieg ist der Kommission gewissermaßen zugefallen. Er war keineswegs selbstverständlich. Die gemeinsame Schuldenaufnahme hätte auch anders organisiert werden können, über Eurobonds nämlich, die nicht über den EU-Haushalt gelaufen wären. Ähnlich wie beim immer wieder angedachten Haushalt der Eurozone hätte das eine Eurozonen-Parallelstruktur etabliert, bei der die Kommission wohl nicht dauerhaft hätte mitreden können.

Ihr kam hier zugute, dass die Eurobonds über die Jahre zu *dem* großen Streitthema zwischen Nord- und Südeuropa avanciert waren und speziell Kanzlerin Merkel in ihrer Partei ein Zurück hinter ihre Festlegung, Eurobonds auf keinen Fall zuzulassen, nicht hätte verkaufen können: *keine Eurobonds, so lange ich lebe*. Auch wären Eurobonds kaum als einmalige

Krisenoperation darstellbar gewesen. Im Ergebnis jedenfalls ist die gefundene Lösung aus Sicht der europäischen Organe vorteilhafter als das gescheiterte Eurobonds-Modell. Hält man dieses »mehr Europa« für ein Ziel an sich, dann ist das neue Instrument zweifellos ein Durchbruch in erwünschte Richtung.

Eine andere Perspektive wäre die der Demokratie und ihres Spannungsfelds zur europäischen Technokratie. Die Kommission, die nun einen Machtzuwachs erfährt, ist ein demokratisch schwach legitimiertes Organ. Besonders schwer fällt dieser Gesichtspunkt ins Gewicht, wenn man die mit dem Fonds einhergehende Härtung des von der Kommission organisierten Europäischen Semesters mitdenkt. Wenn die beteiligten Länder Mittel aus dem Fonds abrufen wollen, müssen sie Aufbau- und Resilienzpläne vorlegen, die von der Kommission darauf geprüft werden, ob sie mit ihren Empfehlungen aus dem Europäischen Semester übereinstimmen.

In sachlicher Perspektive können die Empfehlungen gut oder schlecht sein. Unabhängig davon dienen sie aber dem Ziel, die mitgliedstaatliche Politik auch dort, wo die Parlamente keine Gesetzgebungsbefugnisse an die EU delegiert haben, in bestimmte Richtungen zu lenken. Mit an einzelne Länder gerichteten technokratischen, sich von Empfänger zu Empfänger unterscheidenden Weisungen – hängt die Mittelvergabe von der Einhaltung ab, lässt sich nicht mehr sinnvoll von »Empfehlungen« sprechen – hat sich die EU in der Vergangenheit keinen Gefallen getan.

Ein weiteres Beispiel: Man kann den etwaigen Durchbruch auch aus Perspektive des Rechts betrachten. Hätte man einen beliebigen Europarechtler vor einem Jahr gefragt, ob sich die gefundene Lösung im verfügbaren Optionsraum befindet, hätte man gewiss ein klares »Nein« kassiert: Genau das verbietet das an die EU gerichtete Verschuldungsverbot in Artikel 310 des Vertrags über die Arbeitsweise der EU.

Die Kluft zwischen den Vertragsgrundlagen und den Abläufen in EU und Eurozone vergrößert sich weiter. Mit einem Nachspiel vor den Gerichten muss gerechnet werden. Der Europäische Gerichtshof wird sich gewiss etwas einfallen lassen. Aber wie soll sich das Bundesverfassungsgericht herauswinden, wenn deutsche Kläger anschließend abermals mit dem Argument in Karlsruhe auflaufen, die EU und mit ihr der EuGH handelten *ultra vires* (außerhalb ihrer in den Verträgen verankerten Befugnisse)? Zu den oben identifizierten 56 potenziellen Vetoträgern treten im Ergebnis noch 28 weitere hinzu, die zustimmen, zumindest aber beide Augen zudrücken müssen: 27 mitgliedstaatliche Höchstgerichte und der Europäische Gerichtshof (insgesamt zählen wir dann 84 potenzielle Vetoträger). Allgemein befindet sich die gefundene Lösung in eigentümlicher Spannung zum Pochen der Kommission und des Parlaments auf Rechtstaatlichkeit.

Nachfolgend sei aber eine andere Perspektive eingenommen: Die der makroökonomischen Politik im Euroraum. Zwar betrifft *NextGenerationEU* gerade nicht nur die Eurozone. Das ändert aber nichts daran, dass die Mehrzahl der teilnehmenden Länder über eine gemeinsame Währung verfügt – den Euro, der die Logik makroökonomischer Politik der betroffenen Länder stark verändert hat. Der Euro ist mit einer Anzahl an Dysfunktionen behaftet, die nun ihrerseits durch *NextGenerationEU* tangiert werden. Gehen wir von einer zumindest gewissen Verstetigung der Lösung aus, können wir fragen: Behebt sie die durch den Euro ausgelösten Fehlsteuerungen, oder mildert sie sie zumindest ab?

Das setzt eine Verständigung darüber hinaus, welches die Dysfunktionen des Euro eigentlich sind. Nach meiner Zählweise sind es vier: Die unterbrochene makroökonomische

Koordination, der gestörte Zinskanal, der verzerrende Wettbewerbskanal und das Fehlen eines – bezogen auf die öffentliche Hand – Kreditgebers der letzten Instanz.

Gestörte makroökonomische Koordination

Der Monetarismus operiert mit der Fiktion separierbarer Zuständigkeiten der makroökonomischen Instrumente. Demnach ist die Geldpolitik für die Preisstabilität zuständig und die Lohnpolitik für die Räumung der Arbeitsmärkte. Nur weil dieses Paradigma in den neunziger Jahren für eine kurze Zeit hegemonial war, konnte die Währungsunion überhaupt machbar erscheinen. Aus dieser Perspektive nämlich konnte die Geldpolitik aus dem Ensemble makroökonomischer Instrumente entfernt werden, um auf europäischer Ebene die Preise für alle gleichermaßen stabil zu halten, während sich die Fiskal- und besonders die Lohnpolitik davon unbehelligt auf nationaler Ebene weiter um das Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage auf den Arbeitsmärkten kümmern sollten.

Blickt man aufgeklärter auf die Wirkungsweisen makroökonomischer Politik, erkennt man die Fiktionalität der unterstellten Kausalitäten. Alles wirkt leider auf alles, namentlich auch die Lohnpolitik und die Fiskalpolitik auf die Inflation und die Geldpolitik auf Wachstum und Arbeitsmärkte. Gute Makropolitik versucht den Einsatz der makroökonomischen Instrumente daher zu koordinieren, statt sie voreinander abzuschirmen. Funktional kann dann beispielsweise (je nach makroökonomischem Umfeld) eine strikt produktivitätsorientierte, aber nicht darüber hinausgehende und daher inflationsneutrale Lohnpolitik sein, die der Fiskalpolitik eine expansive Politik ermöglicht, gegen die die Geldpolitik nicht mit Zinserhöhungen einschreiten muss.

Die Koordinierbarkeit makroökonomischer Politik unterscheidet sich von Land zu Land. Sie hängt von den Zielorientierungen der Beteiligten ebenso ab wie von politisch-institutionellen Faktoren, also von den Graden an Fiskalföderalismus und Schuldenregeln beispielsweise, von der organisationalen Verfasstheit der Gewerkschaften und Arbeitgeberverbände, von der Notenbankautonomie und anderem mehr. Die Bücher und Aufsätze, in denen die politischen Bearbeitungen wirtschaftlicher Probleme mit solchen Variablen analysiert und ihre Erfolge und Misserfolge erklärt wurden, füllen viele Regale.[\[1\]](#)

Wie auch immer: Der Euro stört die Abstimmung zwischen Lohn-, Fiskal- und Geldpolitik, weil die Geldpolitik aus dem Koordinationsspiel herausgeschnitten und an die europäische Ebene delegiert wurde. Die Zinspolitik der EZB ist zudem vergemeinschaftet und muss sich an Eurozonen-Durchschnittswerten orientieren. Zwar gibt es neben der einheitlichen Zinspolitik auch Instrumente differenzierter Geldpolitik, etwa selektive Ankäufe von Anleihen. Auch nach Ländern unterscheidende Mindestreservesätze für Geschäftsbanken wären zumindest denkbar. Aber das sind die Ausnahmen von der Regel. Die Herausnahme der Geldpolitik aus der Koordination makroökonomischer Instrumente ist das erste der vier strukturellen Probleme des Euro.

Ändert sich das durch *NextGenerationEU*? Immerhin ist anzuerkennen, dass die Verschuldungspolitik als Teil der Fiskalpolitik einen kleinen Schritt näher an die Geldpolitik heranrückt. Zwar ist diese erfreuliche Nachricht in zweierlei Hinsicht zu qualifizieren.

Erstens, der Schritt ist wirklich sehr klein. Der Aufbaufonds bewirkt in den Jahren 2021-2023 eine fiskalische Expansion von dreimal ungefähr 1,8% des BIP der EU. Das ist zwar mehr als Symbolpolitik, aber sehr wenig sowohl im Vergleich zu den für 2020 prognostizierten Wachstumseinbrüchen von über 8%, bezogen auf den Durchschnitt der Eurozone ([hier ein](#)

[Bericht über die jüngsten, sogar noch vergleichsweise optimistischen IWF-Prognosen](#)) als auch im Vergleich zu den Neuverschuldungen auf nationaler Ebene ([hier sehr vorläufige Schätzungen der EZB](#)).

Zweitens, nicht nur der überwiegende Teil der Verschuldungs- und Fiskalpolitik, sondern auch die Lohnpolitik finden weiterhin auf nationaler Ebene statt. Eine europäische Lohnkoordination gibt es nicht und an eine zentralisierte, aus Brüssel gelenkte Lohnpolitik ist schon gar nicht zu denken.

Die Koordination zwischen den Politikbereichen bliebe im Euroraum daher auch dann dysfunktional, wenn der neue Aufbaufonds deutlich aufgestockt und verstetigt würde. Aber so lange ein Zurück zu nationalen Währungen nicht zur Debatte steht und der Euro daher »gesetzt« ist, und so lange ein verlässlicher Schutz mitgliedstaatlicher Staatsanleihen nicht gewährleistet ist (siehe unten), handelt es sich bei der Schuldenaufnahme auf europäischer Ebene immerhin um einen kleinen Schritt in eine vernünftige Richtung.

Der Zinskanal

Hier geht es um die Wirkungen der einheitlichen Geldpolitik auf den Realzins. Die Zinspolitik ist ein Teil der Stabilisierungspolitik: Hohe Realzinsen sollen überhitzte Konjunkturen abbremsen, niedrige Realzinsen sollen helfen, schwache Konjunkturen anzuschieben. Im Lehrbuch geschieht das durch die Lenkung der Kreditkosten der Unternehmen, die als Teil der Investitionskosten die Profitabilität beeinflussen und so mittelbar die Investitionsanreize steuern sollen.

Die Wirksamkeit dieses Mechanismus darf man sich nicht zu direkt vorstellen. Erstens ist es ein langer kausaler Weg von den Notenbankzinsen zu den Zinsen auf privat geschöpftes Kreditgeld. Zweitens lässt sich die Konjunktur mit schockartigen Zinserhöhungen aller Erfahrung nach abbremsen. Zinssenkungen lassen die für Investitionen maßgebliche Güternachfrage zunächst einmal aber unbeeinflusst, von der kreditfinanzierten Konsumnachfrage abgesehen. Mit der Zinspolitik allein lässt sich die Konjunktur daher nicht anschieben, wie sich derzeit im Euroraum beobachten lässt. Drittens hängt es von der Liquiditätsausstattung der Unternehmen ab, ob und in wieweit sie Kredite für Investitionen überhaupt benötigen. Benötigen sie keine, sind veränderte Kreditkosten für die Unternehmen irrelevant.

Unterstellen wir, dass die Zinspolitik zumindest nicht vollkommen wirkungslos ist, dann stört ihre Vergemeinschaftung die Stabilisierungspolitik umso mehr, je uneinheitlicher die Konjunkturen in den Teilnehmerländern des Euro sind. Derselbe einheitliche Nominalzins übersetzt sich bei hoher Inflation in einen niedrigen Realzins, der expansive Impulse setzt, bei niedriger Inflation hingegen in einen hohen Realzins, von dem dämpfende Impulse ausgehen – obwohl es eigentlich umgekehrt sein sollte, um die europäischen Konjunkturverläufe einander anzunähern. Im Ergebnis werden sowohl Über- als auch Unterkonjunkturen dysfunktional verlängert ([rotating slumps](#)).

An diesem Problem ändert *NextGenerationEU* nichts, denn der Fonds maximiert die Möglichkeiten einer nach Ländern differenzierenden Geldpolitik nicht. Allenfalls ließe sich fragen: Werden die Mittel vielleicht so eingesetzt, dass die innereuropäischen Konjunkturverläufe besser synchronisiert werden? Wäre es so, wären im Ergebnis auch die über den Zinskanal erzeugten Probleme des Euro geringer.

Hiervon ist der Aufbaufonds zumindest auf den ersten Blick nicht meilenweit entfernt, denn der Vergabeschlüssel berücksichtigt die Arbeitslosenquote. Diese ist in der Hochkonjunktur naturgemäß niedriger als in der Krise. Würde die Lösung auf höherem Niveau verstetigt, könnte sie tatsächlich zur Angleichung der Konjunkturen beitragen. Aber Vorsicht: Das ist Theorie. Sie lässt sich derzeit in überschaubarem Umfang in die Praxis überführen, weil die Länder des europäischen Nordens mit niedrigeren Arbeitslosenquoten gleichzeitig die im Vergleich zum Süden reicheren Länder sind.

Heterogene Konjunkturverläufe können sich aber auch anders über den Euroraum verteilen, wie wir aus den ersten Jahren der Währungsunion wissen. Geht die Weltkonjunktur in die Knie, kann das besonders die exportabhängigen Länder des Nordens und ganz besonders das grotesk über-exportorientierte Deutschland treffen. Wäre denkbar, dass gemeinsam garantierte Schulden (oder sogar direkte Transfers) dann so eingesetzt werden, dass sie gezielt die reicheren Länder unterstützen? Umverteilung von Arm zu Reich, mit dem Ziel der Konjunkturglättung?

Dass das geht, muss bezweifelt werden. Fiskalische Umverteilung, wie wir sie in der EU vor allem aus den Strukturfonds kennen, dient aus guten Gründen einem anderen Zweck: Der mit dem Solidaritätsgedanken kompatiblen Kohäsionspolitik. Das ist etwas völlig anderes als Konjunkturangleichungspolitik und kann ihr durchaus auch zuwiderlaufen, je nach Lage der innereuropäischen Konjunkturverläufe.

Das Problem heterogener Wirtschaftszyklen bliebe also auch im Falle eines verstetigten und vergrößerten Fonds ungelöst. Das bedeutet gleichzeitig, dass die einheitliche Nominalzinspolitik im Euroraum auch weiterhin dysfunktionale Konjunkturimpulse setzen wird. Stellen wir zusätzlich in Rechnung, dass zu hohe Zinsen die Konjunktur verlässlicher bremsen als niedrige Zinsen sie anzuschieben vermögen, dann dürfte der Euro Rezessionen zudem stärker verlängern als Hochkonjunktoren.

Der Wettbewerbskanal

Die Währungsunion hat nicht nur eine multilaterale Notenbank geschaffen. Sie schließt auch nominale Wechselkursanpassungen unter den beteiligten Ländern unwiderruflich aus. Verschieben sich die realen effektiven Wechselkurse durch heterogene Preisentwicklungen, stehen nominale Auf- und Abwertungen nicht mehr korrigierend zur Verfügung. Türmen sich Fehlentwicklungen über Jahre auf und übersetzen sich in Leistungsbilanzungleichgewichte, hat das für die Defizitländer dramatische Konsequenzen.

Während nämlich real unterbewerteten Ländern der Anreiz zur Korrektur mittels Reflationierung fehlt, bleibt real überbewerteten Ländern nur die Möglichkeit der internen Abwertung. Diese aber ist eine Extremform »schmerzhafter Politik«. Interne Abwertungen werden durch fiskalische Austeritätspolitik eingeleitet, die die Wirtschaft an die Deflationsgrenze oder sogar über sie hinaus schiebt, und typischerweise um *union busting* mit dem Ziel ergänzt, die Gewerkschaften an der Verteidigung der Nominallöhne zu hindern.

Soweit ich erkennen kann, präferieren einige Makroskopen eine (in der Regel implizite) Inflationstheorie, der zufolge Inflation nur unter Bedingungen ausgelasteter Produktionskapazitäten entsteht. Das halte ich für zumindest unvollständig, denn auch im Normalzustand – ohne geräumte Arbeitsmärkte – unterscheiden sich Inflationsraten. In allen europäischen Währungsordnungen seit dem zweiten Weltkrieg brachte Deutschland weniger

Inflation als seine Nachbarn hervor ([ausführlich zum deutschen »Unterbewertungsregime« hier](#)).

Das liegt nicht daran, dass Deutschland öfter an bestimmten Stellen des Konjunkturzyklus verharrt hätte als andere Länder. Es liegt vielmehr an der von Land zu Land unterschiedlichen politisch-institutionellen Verfasstheit insbesondere der Lohnpolitik, auch der Fiskalpolitik und (bis zum Euro) auch der Geldpolitik. Sowohl bei hoher als auch bei niedriger Arbeitslosigkeit fiel Deutschland im internationalen Vergleich praktisch immer durch seine unterdurchschnittliche Inflation auf.

So vollzog Deutschland dann auch im Euro einen nicht mehr durch nominale Wechselkursanpassungen korrigierbaren Prozess der kompetitiven Disinflationierung. Niemand wies so nachdrücklich wie Heiner Flassbeck und Friederike Spiecker bereits vor der Finanz- und Eurokrise darauf hin, dass diese Entwicklung den Euro zu sprengen drohte. Trotz eines gewissen stillen Anpassungsprozesses in der zweiten Dekade des Euro schiebt Deutschland noch heute einen erheblichen Teil dieser für seine Exportwirtschaft günstigen Wettbewerbsverzerrung vor sich her – das dritte der vier strukturellen Probleme des Euro.

Am Problem verzerrter Wechselkurse ändert die durch *NextGenerationEU* erstmals in die Eurozone eingeführte Verschuldung auf europäischer Ebene überhaupt nichts. Das liegt nicht am geringen Umfang des Aufbaufonds, sondern daran, dass er von vornherein ein anderes Ziel verfolgt. Denn um die realen Wechselkurse zu entzerren und also gezielt die Inflation im Norden der Eurozone zu erhöhen, müsste der Norden ja mehr aus dem Fonds herausholen als der Süden. Das Gegenteil ist der Fall. Ich halte das für den Dreh- und Angelpunkt der Euro-Misere. Ein Mechanismus, der den Norden und speziell Deutschland zu mehr Inflation anhielte, um den Süden zumindest von einem Teil des auf ihm lastenden relativen Disinflationierungsdrucks zu befreien, ist nach dem vermeintlichen Durchbruch so wenig in Sicht wie vor ihm.

Währungsraum ohne öffentlichen Kreditgeber der letzten Instanz

Der Euro schützt – ohne den Euro müsste jedes Land für sich allein in den Stürmen der Weltmärkte segeln. So sagt man. Tatsächlich aber hat der Euro seine Teilnehmer verwundbarer gemacht, weil den öffentlichen Haushalten der *lender of last resort* genommen wurde. Wie Makroskopern wissen, sind öffentliche Anleihen unter normalen Bedingungen ohne Ausfallrisiko. Der Euro verhält sich gegenüber den Euro-Teilnehmern aber heteronom, also wie eine Fremdwährung: Die EZB agiert gegenüber öffentlichen Haushalten nicht als verlässlicher Kreditgeber der letzten Instanz, wie der griechische Schuldenschnitt im Jahr 2012 verdeutlichte. Staatsanleihen sind im Euro daher unnötigerweise mit einem Ausfallrisiko behaftet, das an die Stelle des aus früheren Währungsordnungen bekannten Abwertungsrisikos tritt.

So wie der Euro funktioniert, hat die Sorge um die öffentliche Schuldentragfähigkeit daher nicht lediglich fiktionale, sondern reale Ursachen. Sie ist wohlbegründet. Das Ausfallrisiko preisen die Finanzmärkte in ihre Renditeforderungen ein, was auf die Refinanzierungskosten des Staates zurückwirkt und damit erneut das Ausfallrisiko erhöhen kann – der Parade Fall eines *vicious circle*. Zwar nähert sich die EZB einem *lender of last resort* verschiedentlich an, indem sie verdeckte Staatsfinanzierung betreibt (und der ESM zudem Notkredite vergibt). Aber sie bleibt dabei unverlässlich und auch wenn sich die betroffenen Länder im schweren Krisenfall Anpassungsprogrammen unterwerfen, bleiben Schuldenschnitte nicht

ausgeschlossen. Der Verlust des verlässlichen *lender of last resort* ist das letzte der vier strukturellen Probleme des Euro.

Das bleibt auch mit *NextGenerationEU* so. Positiv ist zu vermerken, dass die kräftige Neuverschuldung der Euro-Länder von dem seit Juni 2020 auf 1,35 Billionen Euro aufgestockten EZB-Anleiheprogramm PEPP begleitet wurde, das sich allenfalls unter der Lupe juristischer Feinheiten von direkter Staatsfinanzierung durch die Notenbank unterscheiden lässt. Aber auch das macht aus der EZB keinen *lender of last resort*. Ganz im Gegenteil stellte ihre Präsidentin Lagarde im März 2020 klar, statt die Finanzmärkte zu beruhigen: »[Wir sind nicht hier, um Spreads zu schließen.](#)«

Auf MAKROSKOP wird regelmäßig klargestellt, dass die EZB, technisch gesehen, als Kreditgeber der letzten Instanz fugieren *könnte*. Als Schöpferin von Zentralbankgeld könnte sie jederzeit die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen einebnen, öffentliche Anleihen ohne Begrenzung in ihre Bilanz nehmen oder ohne Versteckspiel direkte, ohne Umweg über die Finanzmärkte erfolgende Notenbankfinanzierung der Staaten betreiben. Folgen wir dieser Sicht, dann ist das Fehlen eines *lender of last resort* ein Problem *im*, aber kein zwingendes Problem *des* Euro. Hier gehe ich aber nicht mit.

Gewiss, das Problem ist kein technisches. Aber ist es daher weniger real? Mit demselben Recht ließe sich argumentieren, bei Bundestagswahlen ließen sich die Stimmen von Wählerinnen doppelt gewichten, als Ausgleich für zweitausend Jahre Patriachat. Technisch wäre das kein Problem. Aber verfassungsrechtliche und machtpolitische Schranken sind - worauf Paul Steinhardt schon des öfteren hingewiesen hat - als Grenzen zwischen Wünschbarem und Machbarem ebenso ernst zu nehmen wie technische Hindernisse.

Nichts ist in Sicht, das die Funktionsweise der EZB derart umstürzend verändern könnte. Auch heute noch erscheint ein Auseinanderbrechen des Euro wahrscheinlicher als die Transformation der EZB in einen *lender of last resort*. Kurz, *whatever it takes* für alle, ohne Auflagen und verlässlich garantiert, und damit »freie Bahn« für jeden erwünschten Grad an öffentlicher Verschuldung auf Seiten der Euro-Teilnehmerländer: Ich halte das für Wolkenkuckucksheim. Der Verlust des öffentlichen Kreditgebers der letzten Instanz war der Eintrittspreis in den Euro und bleibt auf absehbare Zeit einer seiner Parameter.

Gleichwohl lässt sich, zugegebenermaßen mit viel Wohlwollen, ein kleiner Schritt in eine vernünftige Richtung erkennen. Denn den Staatsanleihen, wie wir sie heute kennen, wird eine neue Form von Obligationen an die Seite gestellt: europäische, gemeinsam garantierte Staatsanleihen. Es ist offen, wie sich die EZB gegenüber den neuen Papieren verhalten wird. Wie viele von ihnen wird sie in ihre eigene Bilanz nehmen, falls die Finanzmarktteilnehmer beginnen, einen Risikoaufschlag einzupreisen? Wird sie auch hier, also gegenüber dem europäischen Haushalt, Austerität einfordern, bevor sie aktiv wird? Das erscheint fernliegend, die Einzelheiten bleiben aber abzuwarten.

Das darf den Blick aber nicht darauf verstellen, dass die mit *NextGenerationEU* bewirkte gemeinsame Verschuldung gegenüber der aufkumulierten, regelmäßig zu refinanzierenden Staatsschuld der EU-Länder gering bleibt und dass auch eine Verstetigung bei gleichzeitiger Verdopplung oder Verdreifachung, die politisch nicht zur Debatte steht, hieran nichts ändern würde. Es bleibt daher dabei, dass die allermeisten Staatsanleihen in der Eurozone unnötigerweise nicht sicher sind.

»Mehr Europa« ist kein Wert an sich

NextGenerationEU vergrößert den EU-Haushalt und den Einflussbereich der Kommission. Für leidenschaftliche Integrationisten kann das nur positiv sein. Aber vor einer derart einseitigen Betrachtung ist zu warnen. »Mehr Europa«: Das lässt sich auch von den Krisenoperationen des Jahres 2012 sagen. Die sozio-kulturelle Integration Europas wurde durch die damaligen Eingriffe aber zurückgeworfen. Statt eines wachsenden europäischen Wir-Gefühls erlebten wir die Wiederauferstehung gegenseitiger nationaler Vorurteile, die wir längst überwunden zu haben glaubten. Für gute Europäer kann »mehr Europa« daher kaum ein Wert an sich sein.

Erinnern wir uns, dass Italien und Deutschland in den sechziger bis neunziger Jahren ungefähr gleich stark gewachsen sind. Vor gut zwanzig Jahren hörte das abrupt auf. Was ist da geschehen? Lässt es sich korrigieren? Die Spaltung in Gewinner und Verlierer sowie Geber und Nehmer, die der Euro systematisch hervorbringt, ist eine stete Giftzufuhr für das europäische Projekt. Innovationen wie der Aufbaufonds sollten daher gründlich im Hinblick auf die Probleme des Euro analysiert werden.

NextGenerationEU beseitigt selbst unter Annahme einer mittelfristigen Verstetigung und Vergrößerung diese Störungen nicht und ist daher auch nicht geeignet, die Kritiker des Euro mit dem Gegenstand ihrer Kritik zu versöhnen. Immerhin aber maximiert der Fonds die Funktionsdefizite auch nicht, hier und da lassen sich sogar Trippelschritte in vernünftige Richtungen ausmachen. In makroökonomischer Hinsicht ist der Aufbaufonds insgesamt weder ein Befreiungsschlag noch ein vernünftiger Gegenstand abwehrender Kampagnen.

[\[1\]](#) Besonders eindruckliche Beispiele sind meines Erachtens Fritz W. Scharpfs »Sozialdemokratische Krisenpolitik in Europa« aus dem Jahr 1987 (leider nicht frei verfügbar) und [dieser in deutscher Übersetzung verfügbare Aufsatz von Peter A. Hall und Robert J. Franzese \(ab Seite 369\)](#), im Original aus dem Jahr 1988.