

Die Europäische Währungsunion – Ein perfekter Binnenmarkt für das Finanzkapital?

Vortrag für die Griechenland Solidarität
Saarbrücken am 17.10.2017

Schriftliche Zusammenfassung

Einleitung

Der *Europäischen Währungsunion* werden viele Funktionen zugeschrieben: Sie soll ein idealistisches Friedensprojekt sein, ein Gegenprojekt zum US-Dollar, ein Symbol der europäischen Integration oder ein Instrument des deutschen Exportkapitalismus. Der vorliegende Beitrag hebt die Bedeutung der Währungsunion für die Vertiefung des Europäischen Binnenmarktes und dessen Weiterentwicklung zu einem „Finanzbinnenmarkt“ hervor.

Zu diesem Zweck werden im Folgenden einige Eckdaten der europäischen Integration von den *Römischen Verträgen* zum *Maastricht-Vertrag* aufgeführt (Kapitel 1), die Herausbildung der Währungsunion als Finanzbinnenmarkt erläutert (Kapitel 2) und schließlich einige Entwicklungen im Verlauf der Finanzkrise ab 2007 (Kapitel 3) aufgezeigt.

1. Geschichte der Währungsunion von Rom bis Maastricht

Die Idee, ein gemeinschaftliches Währungssystem in Europa zu schaffen, ist mindestens genauso alt, wie die Europäische Gemeinschaft selbst. Währungspolitik spielte bei der Gründung der *Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft* (EWG) 1957 allerdings noch eine untergeordnete Rolle.¹ Formal galt es zunächst die vier Grundfreiheiten der *Römischen Verträge* zu realisieren: freier Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Kapital und Personen, mit einem Schwerpunkt auf der Warenverkehrsfreiheit. So entstand ein großer Binnenmarkt für klassische Handelsgüter, etwa aus der Montanindustrie oder der Landwirtschaft. Der Kapitalverkehr blieb hingegen eingeschränkt, zumal das Währungssystem zur damaligen Zeit auf dem Abkommen von *Bretton Woods* basierte. Im *Bretton-Woods-System*, welches Westeuropa mit den USA verband, diente der US-Dollar als Ankerwährung, der internationale Kapitalfluss war durch Genehmigungsverfahren und Mengen-

¹ Art. 104 EWG-Vertrag: „Jeder Mitgliedstaat betreibt die Wirtschaftspolitik, die erforderlich ist, um unter Wahrung eines hohen Beschäftigungsstands und eines stabilen Preisniveaus das Gleichgewicht seiner Gesamtbilanz zu sichern und das Vertrauen in seine Währung aufrechtzuerhalten“.

Beschränkungen reguliert, die Wechselkurse wurden politisch vereinbart. Der Wechselkurs zwischen D-Mark und US-Dollar blieb etwa zwanzig Jahre lang unverändert.

Dieses *Bretton-Woods-System* geriet jedoch Ende der sechziger Jahre ins Wanken, als zum einen der Anpassungsdruck auf die Wechselkurse stärker zunahm als erwartet und zum anderen Zweifel an der Bereitschaft der USA auftraten, das System aufrechtzuerhalten. In Westeuropa traten Divergenzen zwischen den nationalen Volkswirtschaften zutage, welche die Zentralbanken zu häufigen Interventionen zwangen, um die vereinbarten Kurse zu stützen.

Der ökonomische Zeitgeist begann sich zu ändern. Die keynesianische Ära, die durch ein starkes Vertrauen in nationale und internationale Regulierung gekennzeichnet war, hatte ihren Zenit überschritten. Die internationale Regulierung und Festlegung von Wechselkursen wurde jetzt nicht mehr als Stabilitätsgarant betrachtet sondern als ein ineffizientes System der ‚Zwangskurse‘. Der Markt, so hieß es, könne sich besser ‚selbst regulieren‘, die Wechselkurse seien freizugeben.

Ab 1968 erlebte die EWG eine Reihe von Währungskrisen, die mit massiven Kapitalbewegungen, Wechselkursschwankungen und hohen Inflationsraten verbunden waren. Die steigenden Kosten des internationalen Handels wurden zu einer Bedrohung für die im Binnenmarkt erreichte Freizügigkeit. Nachdem das *Bretton-Woods-System* 1973 außer Kraft getreten war, wurde 1979 als Ersatz das *Europäische Währungssystem* (EWS) entwickelt, in dem die Wechselkurse sich frei innerhalb eines Zielkorridors bewegten und nur im Ausnahmefall die Zentralbank intervenieren oder neue Kursvorgaben vereinbart werden sollten.

Das Zustandekommen des EWS war symbolisch wichtig für die Wirtschaftsgemeinschaft, seine Stabilisierungsfunktion blieb aber hinter den Erwartungen zurück: viel häufiger als erwartet mussten die Zentralbanken gegen signifikante Auf- und Abwertungen intervenieren, mehrfach wurden die vereinbarten Wechselkurse korrigiert. Das Vereinigte Königreich sah sich 1992 sogar gezwungen, das EWS zu verlassen, weil ständige Wechselkursanpassungen das System obsolet machten. Bemerkenswert ist auch eine weitere Entwicklung im EWS, die ursprünglich nicht beabsichtigt war: Die D-Mark entwickelte sich zur Referenzwährung des Systems, womit der Zins der Bundesbank faktisch zum Leitzins der EWG wurde.

Die zweite Hälfte der achtziger Jahre läutete eine neue Phase der europäischen Integration ein. Durch den Beitritt Spaniens und Portugals gewann der Binnenmarkt rund 50 Mio. Einwohner und potentielle Konsumenten. Dies war ein neuer Anlass, den vier Grundfreiheiten der *Römischen Verträge* zum Durchbruch zu verhelfen. 1987 wurde die *Einheitliche Europäische Akte* verabschiedet, in der die Mitgliedstaaten vereinbarten innerhalb von fünf Jahren den Binnenmarkt zu vollenden – keine Hürde sollte mehr den grenzenlosen Wettbewerb im europäischen Wirtschaftsraum verfälschen. Zu diesem Zweck wurde im Rat der Gemeinschaft die Einstimmigkeit der Beschlussfindung in Angelegenheiten des Binnenmarktes durch

ein mehrheitliches Abstimmungssystem ersetzt, um zum Beispiel Abstimmungsblockaden bei der Liberalisierung der Kapitalmärkte zu erschweren.² Anvisiert wurde außerdem eine gemeinsame europäische Währung, die stabil nach innen und nach außen sein sollte.

- Stabil nach innen: eine niedrige Inflation.
- Stabil nach außen: stabile, tendenziell starke Wechselkurse.

Die weltpolitischen Veränderungen der Jahre 1989-91 waren bei Abschluss der *Europäischen Akte* allerdings nicht absehbar gewesen. Daher folgte 1992 der Maastricht-Vertrag, der nicht nur aus der *Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft* eine rechts- und innenpolitisch vertiefte *Europäische Union* machte, sondern auch das Projekt der Währungsunion endgültig vertraglich verankerte. Zu diesem Projekt gehörte eine supranationale Zentralbank nach deutschem Vorbild, die allein der Preisstabilität verpflichtet sein sollte.

Die europäischen Regierungen versprachen sich von der Gemeinschaftswährung zahlreiche Vorteile: Eine eigene Reservewährung sollte Europa unabhängig vom US-Dollar machen und weltweit mehr Geltung verschaffen, das wiedervereinigte Deutschland sollte stärker in die europäische Gemeinschaft eingebunden werden, zugleich sollte nicht länger die D-Mark Europa dominieren.

Zudem galten wie schon im EWS die Argumente der Exportwirtschaft: die Zinsunterschiede, Wechselkursrisiken und Transaktionskosten, die mit den Einzelwährungen verbunden waren, passten nicht mehr zu dem Grad der wirtschaftlichen Verzahnung im Binnenmarkt und standen der wirtschaftlichen Expansion im Weg.

Hinzu kam ein weiterer Grund für die Währungsunion, der im Folgenden vertieft werden soll: die gewachsene Bedeutung des Finanzkapitals in den europäischen Volkswirtschaften.

² Die vollständige Aufhebung von Kapitalverkehrskontrollen auf Gemeinschaftsebene wurde erstmals mit der Richtlinie 88/361/EEC erreicht. Vgl. Art. 63 AEUV („alle Beschränkungen [sind] verboten“).

2. Die Währungsunion als Finanzbinnenmarkt

Finanzkapital

„Kapital“ ist im Sinne der klassischen Volkswirtschaftslehre ein Produktionsfaktor. Im erweiterten Marx'schen Sinne ist es Ausdruck eines gesellschaftlichen Verhältnisses: wird Geld investiert, um mehr Geld zu gewinnen, vollzieht sich die Verwandlung von Geld in Kapital (G-W-G'). Im Mittelpunkt dieses Prozesses steht seit der Industriellen Revolution die industrielle Warenproduktion. Die traditionelle Aufgabe der Banken in diesem System war es, die Produktion und den Handel der Waren durch Kredite zu ermöglichen bzw. zu erweitern. Daneben entwickelten sich seit Beginn der Neuzeit verschiedene Formen von institutionellen Anlegern (Versicherungen, Pensionsfonds, Investmentgesellschaften), die zunächst eine volkswirtschaftlich untergeordnete Rolle spielten.

Je teurer aber Investitionen wurden und je länger und komplexer die Produktionsketten – heute gehen sie um die halbe Welt – , desto bedeutender wurde, erstens, die vermittelnde Rolle der Banken und institutionellen Anleger zwischen den Wirtschaftsteilnehmern, und desto größer wurde der Bedarf nach einer Risikoabsicherung der Kapitalisten. Heute ist gerade Deutschland als eines der weltweit exportstärksten Länder außerordentlich angewiesen auf die Organisation und Abwicklung internationaler Zahlungsströme sowie die Absicherung von Handelsrisiken. Dazu dienen entweder klassische Versicherungen oder Termingeschäfte am Finanzmarkt (Derivate). Parallel zu diesen Entwicklungen schaffen das Wachstum und die Konzentration des Kapitals in den Händen weniger Eigentümer immense Vermögen, die nicht mehr konsumiert oder unmittelbar in den wertschöpfenden Betrieb reinvestiert werden, aber dennoch nach einer Vermehrung oder wenigstens dem Werterhalt verlangen.

Indessen haben nicht nur die „Großen“ etwas zu verlieren, sondern auch die lohnabhängigen Bezieher kleiner und mittlerer Einkommen sorgen sich überwiegend nicht mehr nur ums bloße Überleben, sondern wollen – und sollen – ihre Gesundheit erhalten oder im Alter ihren Lebensstandard halten. Dort, wo die öffentliche Vorsorge diesem Bedürfnis nicht genügt, wird das Sparen und Versichern zu einer maßgebenden gesellschaftlichen Praxis.

Institutionelle Anleger und Banken bieten sich den sparenden Haushalten und Unternehmen an, um deren Vermögen zu vermehren, d.h. im ökonomischen Sinne zu verwerten. Die günstigsten Verwertungsbedingungen finden sich mittlerweile auf Finanzmärkten, wo Gewinne in Form von Zinsen und Dividenden oder durch Bewertungsgewinne locken. Die Gesamtheit des Kapitals, das nicht unmittelbar in den Produktionsmitteln gebunden ist und von den Banken und institutionellen Anlegern verwaltet wird, wird im Folgenden als „Finanzkapital“ bezeichnet, der

Prozess, in dem dieses Finanzkapital an Bedeutung gewinnt³ und auch politisch gefördert wird, als ‚Finanzialisierung‘.

Finanzialisierung

In den USA ging diese Weiterentwicklung des Kapitalismus schneller vonstatten als in Europa. *General Motors* und andere amerikanische Konzerne begannen schon in den fünfziger Jahren systematisch eine private Altersvorsorge für Angestellte aufzubauen. Das Vereinigte Königreich folgte diesem Beispiel. Auch dort wurde stark auf betriebliche Sozialsysteme gesetzt und es „entstanden große Fondsgesellschaften, die die Rentenspargelder von Millionen Beschäftigten verwalteten“.⁴

Diese Fondsgesellschaften sind institutionelle Anleger. Ihr Geschäft erfordert möglichst große, liquide Wertpapiermärkte (je größer und liquider der Markt, desto geringer sind in der Theorie die Preisschwankungen). In den USA und in Großbritannien erreichten die Anleger deshalb schon in den siebziger Jahren eine Liberalisierung des Finanzsektors. Weil sich daraufhin große Teile des europäischen Wertpapierhandels nach London verlagerten, begannen auch die kontinental-europäischen Regierungen über Anpassungen nachzudenken.⁵

Eckdaten aus dieser ersten Phase der Finanzialisierung

1973 wurde das *Bretton-Woods-System* offiziell aufgelöst, die Wechselkurse wurden freigegeben. Die Folge war ein Boom der Devisenspekulation und des Derivatehandels, denn wenn sich die Wechselkurse ständig ändern, muss sich der Handel wiederum mit Derivaten dagegen absichern.

In den achtziger Jahren liberalisierte *Ronald Reagan* den Bankensektor in den USA, *Margaret Thatcher* ließ Zulassungsbeschränkungen und Preisvorschriften an der Londoner Börse beseitigen und in Frankreich sorgte der damalige Finanzminister und später Kommissionspräsident *Jacques Delors* für die Deregulierung des Börsengeschäfts. In Deutschland wurden ab 1984 ausländischen Anlegern die Steuern erlassen, wenn sie ihr Geld in deutsche Anleihen platzierten, 1990 wurde die „Börsen-Umsatzsteuer“ abgeschafft („Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der Finanzmärkte“).⁶ Innerhalb der OECD wurde Kapitalverkehrsfreiheit ab Ende der achtziger Jahre zum Leitmotiv und gewissermaßen zu einer Mitgliedschaftsbedingung.

Die Europäische Gemeinschaft begleitet diese Liberalisierung eher, als dass sie vorantrieb, solange die Mitgliedstaaten sich nicht darüber einig waren, in welchem Umfang sie den Kapitalverkehr liberalisieren wollten. Das ändert sich nach 1987 mit der *Einheitlichen Europäischen Akte* und anschließend dem *Maastricht-Vertrag*.

³ Das Volumen der weltweiten Finanztransaktionen ist von 1990 bis 2005 fast fünf Mal rascher expandiert als die (Gesamt-)Wirtschaft).

⁴ Beckmann (2007): *Das Finanzkapital in der Transformation der europäischen Ökonomie*. S.41.

⁵ Vgl. Beckmann (2007): S.59ff.

⁶ Es folgten weitere „Finanzmarktförderungsgesetze“ (1994, 1998 und 2002), die jeweils der Umsetzung von EU-Richtlinien dienten.

Warum Finanzialisierung?

Die Liberalisierung des Finanzsektors sollte nicht nur dem Finanzkapital selbst zugutekommen, sondern wurde auch mit einem übergeordneten gesellschaftlichen Zweck gerechtfertigt: (1.) Wiedererlangung hoher Wachstumsraten, wie sie in den Nachkriegsjahren üblich gewesen waren und (2.) Disziplinierung, des als teuer und ineffizient geltenden (Sozial-)Staates. Paradigmatisch kann diese Rechtfertigung als Neoliberalismus bezeichnet werden.

Zum Wachstum

Der Grundgedanke ist, dass bereits genügend Geld (bzw. ‚Kapital‘) im Umlauf ist, um alle wünschenswerten Investitionen zu finanzieren, es wird nur falsch ausgegeben oder ruht als unproduktive Ersparnis am falschen Ort – demnach muss es nur zum richtigen Ort gelenkt werden (Allokation). Diese Lenkung soll nirgendwo so rational und effizient sein wie am Finanzmarkt. Dort wird das ‚brachliegende‘ Geld zu Finanzkapital und augenblicklich dorthin transferiert, wo es auf dem Weltmarkt am besten, das heißt am rentierlichsten, eingesetzt werden kann. Beide Seiten sollen davon profitieren: Der Sparer oder ‚Investor‘ findet einen Ort, an dem sich sein Guthaben bestmöglich verzinst und der Unternehmer kann das Kreditangebot nutzen, um sein Geschäft zu expandieren. Auch dem Staat bieten sich auf diesem Weg zahlreiche, a priori günstige, Refinanzierungsmöglichkeiten an.

Zur Disziplinierung

Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs verleiht dem Finanzkapital mehr Mobilität und eröffnet den Anlegern die Möglichkeit, ihre Vermögen kurzfristig aus einem Gebiet (oder ‚Standort‘) abzuziehen. Der Kapitalabfluss verengt in der Regel die Finanzierungsmöglichkeiten innerhalb einer Volkswirtschaft und führt zu steigenden Zinsen. Unliebsame Politik soll auf diesem Weg sanktioniert, die Regierung im Sinne der Anleger diszipliniert werden.

Wirtschaftswachstum und Disziplinierung der öffentlichen Gewalt werden somit zu Leitmotiven im politischen Diskurs. Dies gilt nicht zuletzt für den Maastricht-Vertrag und den Euro.

EU und Finanzialisierung

Die *Europäische Wirtschafts- und Währungsunion*, die aus Maastricht hervorging, bildet seit den neunziger Jahren den Kern des europäischen Binnenmarktpjektes und hat die europäische Integration so weit vorangetrieben, wie kein anderes gemeinschaftliches Projekt zuvor. Sie setzt das Vorhaben der *Römischen Verträge* und der *Einheitlichen Europäischen Akte*, also die Verwirklichung der vier Freiheiten, wie gehabt fort. Auf wirtschaftspolitischer Ebene neu war allerdings die hohe Bedeutung, die der Kapitalverkehrsfreiheit und der Förderung des Finanzsektors beigemessen wurde.

Noch bis in die siebziger Jahre wurde der Zweck währungspolitischer Kooperation fast ausschließlich darin gesehen, den klassischen Warenhandel (insbesondere den Austausch von Industriegütern und Landwirtschaftserzeugnissen) durch die

Stabilisierung oder Aufhebung der Wechselkurse zu erleichtern. Mit dem Maastricht-Vertrag wird dem freien Kapitalverkehr hingegen zunehmend eine eigenständige, teilweise übergeordnete Funktionen („Wachstum und Disziplin“, s.o.) beigemessen. Der Euro wurde somit zur tragenden Säule eines Projektes namens „Finanzbinnenmarkt“, die Währungsunion sollte explizit dazu dienen, neue Märkte für das Finanzkapital zu erschließen.⁷

Nicht nur für den Warenhandel sind Wechselkurse eine Hürde. Auch die Mobilität des Finanzkapitals ist eingeschränkt, wenn jeder Standortwechsel mit Wechselkursrisiken verbunden ist (es kann freilich auch ein Geschäftsmodell sein, aus den Kursdifferenzen Gewinn zu schlagen). In der Währungsunion entfällt das Wechselkursrisiko.

Andererseits verlieren die Mitgliedstaaten damit aber auch an geld- und fiskalpolitischer Souveränität. Die in den europäischen Verträgen verankerte Haushaltsdisziplin – namentlich die ‚Maastricht-Regeln‘ (60-Prozent Schuldenquote und 3-Prozent-Defizit) und die *multilaterale Überwachung* durch Rat und Kommission im Rahmen des *Stabilitäts- und Wachstumspakts* – in Kombination mit der Standortkonkurrenz – jeder Staat will die besten Investitionsbedingungen (niedrige Steuern) schaffen – schränkt die politische Handlungsfreiheit ein und wirkt mithin disziplinierend.

Für die institutionellen Anleger in der EU, die stets auf der Suche nach rentierlichen Anlagemöglichkeiten sind (bzw. sein müssen), öffnet der Euro neue Märkte. Denn die Pensionsfonds und Versicherungen sind nach europäischem und nationalen Recht verpflichtet einen hohen Anteil ihrer Vermögen in festverzinslichen Wertpapieren zu halten, die wiederum auf die Währung des Herkunftslandes lauten müssen – deutsche Versicherer mussten also ursprünglich Anleihen kaufen, die auf D-Mark lauteten, deren Rendite aber häufig unterdurchschnittlich war. Mit dem Euro entfiel dieses Problem, weil die deutschen Anleger fortan auch spanische oder irische Wertpapiere in der ‚eigenen‘ Währung kaufen konnten.

Vorteile genießen aber nicht nur Versicherer, sondern auch Banken, denen die europäische Liberalisierung die grenzüberschreitende Tätigkeit im Binnenmarkt ermöglicht (Banken-RL 1989). Zudem profitieren die Banken vom Trend der Finanzialisierung. So werden Banken mit der Platzierung von öffentlichen Anleihen an Kapitalmärkten beauftragt, als Investmentbanken organisieren sie die Privatisierung von öffentlichem Eigentum, sie betätigen sich als Fondsmanager und helfen bei der ‚Steuervermeidung‘. In den 2000er Jahren verfolgte die Europäische Kommission ausdrücklich das Ziel, Bankkonzerne zu schaffen oder zu fördern, die den europäischen Finanzmarkt intern und im weltweiten Wettbewerb als echte ‚Global Player‘ anführen sollten. Was die Kommission damals ‚global wettbewerbsfähig‘ nannte, kennen wir heute als ‚systemrelevante‘ Bank.

In den zehn Jahren, die der jüngsten Finanzkrise vorangingen, hat die Kommission ihre Leitlinien für den Finanzbinnenmarkt in zwei Strategiepapieren festgehalten. Der

⁷ Siehe Präsentation vom 17.10.2017.

Aktionsplan für Finanzdienstleistungen von 1999 geht auf den damaligen Binnenmarktkommissar *Mario Monti* zurück und formulierte das Ziel, alle steuerlichen und regulativen Hindernisse auf den europäischen Finanzmärkten zu beseitigen. Darauf folgt 2005 das Strategiepapier „EU-Finanzdienstleistungspolitik für die nächsten fünf Jahre“.

Binnenmarktkommissar Charlie McCreevy:

„[...] Unser Ziel sollte es sein, den besten finanziellen Rahmen in der Welt zu schaffen. Dies bedeutet, dass reale greifbare Vorteile für die europäischen Bürger und Unternehmen durch niedrigere Kapitalkosten, eine bessere Altersversorgung und billigere, sichere Finanzprodukte für Privatkunden geschaffen werden.“

„Studien zeigen, dass die Verteilung der wirtschaftlichen Ressourcen und die langfristige wirtschaftliche Leistung umso effizienter sind, je stärker die Integration der Finanzmärkte ist. Die Vollendung des Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen wird mehr und mehr als einer der Kernbereiche des künftigen Wachstums und der Arbeitsplätze der EU anerkannt, der für die weltweite Wettbewerbsfähigkeit der EU entscheidend ist.“⁸

⁸ McCreevy/Europäische Kommission (2005), zitiert in: Choblet (2014): *Die Finanzkrise in der Eurozone*. S.112.

3. Die Finanzkrise und die Rolle der EZB

Konstruktionsfehler der WWU

Die Finanzkrise, die darauf folgte, ihr Verlauf und ihre Ursachen sind seitdem in zahlreichen Publikationen erörtert worden. Ich möchte mich deshalb auf besondere Aspekte der Währungsunion beschränken. Der aufgeblasene, globalisierte Finanzsektor, den die europäische Binnenmarktstrategie gefördert hat, ist auch die Kehrseite von Fehlentwicklungen in den übrigen Wirtschaftssektoren. Das heißt, (1.) ein relativer Niedergang der wertproduzierenden Wirtschaft bzw. deren Rentabilität, der an sinkenden Anlageinvestitionen abzulesen ist⁹, (2.) divergierende Lohnentwicklungen zwischen den Mitgliedstaaten und daraus resultierend, (3.) Handelsbilanzüberschüsse und -defizite.

Die EU war außer Stande diese Fehlentwicklungen zu verhindern, denn die Währungsunion ist keine politische Union mit koordinierter Wirtschaftspolitik, sondern in erster Linie ein großer Binnenmarkt, ein System, das durch Haushaltsregeln und Marktkräfte zusammengehalten werden soll. Im Kontext der EU wird dies als ‚negative Integration‘ bezeichnet: nationale Grenzen und Kompetenzen werden beseitigt, ohne dass ein gleichwertiger supranationaler Ordnungsrahmen an deren Stelle träte.

Die einzige ‚echte‘ supranationale Institution, die genuin für die Währungsunion zuständig wäre, ist die *Europäische Zentralbank* (EZB). Die EZB ist aber an ein Mandat gebunden, das zumindest bis zur Krise sehr eng ausgelegt wurde, nämlich sich ausschließlich mit der Preisstabilität zu befassen. Die Probleme, die mit den Leistungsbilanzen und dem Lohnniveau verbundenen sind, hat sie deshalb in ihre früheren Analysen kaum einbezogen und hätte sie vermutlich nicht verhindern können. Fragwürdig ist hingegen, dass sie der schwachen Eigenkapital-Ausstattung der europäischen Banken und den Finanzströmen, die die Warenströme und Verschuldung zwischen den europäischen Mitgliedstaaten spiegeln, wenig Beachtung schenkte: die Überschüsse der deutschen Exportwirtschaft fließen etwa zu großen Teilen ins Ausland (deutscher Kapitalexport von netto 230 Mrd. € im Jahr, Stand 2017). Auf der anderen Seite haben Länder wie Spanien, Portugal, Griechenland und Irland jahrelang hohe Handelsbilanzdefizite aufgebaut, die durch europäische Banken und Versicherungen, mit den Vermögen aus Überschuss-Ländern wie Deutschland finanziert wurden. Die EZB hat das vor 2007 nicht als Risiko bewertet.

Der bedeutendste Nebeneffekt dieses Systems ist, dass es die deutsche Vormachtstellung in Europa zementiert und ausgebaut hat. Denn ohne Zölle oder vergleichbare tarifäre Handelsbeschränkungen (eine Errungenschaft in der ersten Phase des Binnenmarktes) und ohne Wechselkursschwankungen (dank der

⁹ „In der EU wurden zwischen 1999 und 2007 insgesamt gut sechs Billionen Euro weniger investiert als in den nichteuropäischen OECD-Ländern. In der Eurozone waren es sogar 7,5 Billionen Euro weniger“. DIW (2014): „Investitionsschwäche in der EU“ (DIW 14-27).

Währungsunion) wird die Konkurrenz im Wesentlichen über das Lohnniveau und den Modernisierungsgrad der Wirtschaft ausgetragen. Die traditionelle Stärke der deutschen Industrie in Verbindung mit deutschem Lohndumping („Agenda-Politik“) hat dem deutschen Kapital zu einem erheblichen Wettbewerbsvorteil verholfen, gegen den andere europäische Ökonomien chancenlos blieben (zumal, wenn sie ihre Löhne im Gleichklang mit dem Inflationsziel der EZB steigen ließen). Das Ergebnis lässt sich auch an den deutschen Exportüberschüssen (2017: 800 Mrd. € gegenüber der Eurozone) ablesen.

Die Zahlen auf den Folien¹⁰ veranschaulichen diese Entwicklung und machen deutlich, welche Bedeutung Binnenmarkt und Euro für die deutsche Exportwirtschaft haben.

Europäische Krisenpolitik

Gegen die Finanzkrise intervenierten zum einen die Zentralbanken von Anfang an, zum anderen folgten bis 2009 die ersten Krisenfonds („Rettungsschirme“) der europäischen Mitgliedstaaten zugunsten der Banken. Für die Bankenrettung der ersten Krisenjahre hat Deutschland rund 480 Mrd. Euro an Garantien aufgeboten, schätzungsweise 60 Mrd. Euro wurden davon tatsächlich verausgabt – die Lasten der Konjunkturprogramme nicht miteingerechnet. Als besondere Belastung erwiesen sich die Krise und die Gegenmaßnahmen für Irland und Griechenland. 2010 begann eine zweite, europäische Phase der Finanzkrise („Euro-Krise“), die erneut der Rettung von Banken und institutionellen Anlegern diente. Die Finanzierungsprobleme der Banken wurden systematisch auf die öffentliche Haushalte der Euro-Staaten verlagert, private Schulden ‚sozialisiert‘.

Fonds:¹¹

- EFSM
- EFSF
- ESM (Stammkapital von 700 Mrd. EUR, davon 80 Mrd. EUR Grundkapital).

Diese Krisen-Fonds nehmen Kredite an Kapitalmärkten auf und verleihen das Geld anschließend weiter. Der Preis, den Irland, Portugal, Spanien, Zypern und insbesondere Griechenland für die Beteiligung der Krisenfonds zahlen mussten, sind die Strukturanpassungsprogramme, deren Umsetzung durch die Troika (später: ‚die Institutionen‘), überwacht wurde.

¹⁰ Siehe Präsentation vom 17.10.2017.

¹¹ Siehe Präsentation vom 17.10.2017.

Die Auflagen der Troika betreffen vor allem:

1. Das Arbeitsrecht: Lohnkürzungen oder das Verbot die Löhne zu erhöhen, Rücknahme von Arbeitszeitregelungen und des Kündigungsschutzes.
2. Rückbau der sozialen Sicherungssysteme: z.B. Kürzung von Arbeitslosen- und Rentenversicherung, Erhöhung des Renteneintrittsalters, Kürzung von Gesundheitsleistungen.
3. Privatisierung: in Portugal der staatliche Energiekonzern und die Flughäfen, in Griechenland der Piräus-Hafen und ebenfalls die Flughäfen.

Die Staaten, die nicht den Strukturanpassungsprogrammen unterliegen, haben sich in einer mildereren, konsensorientierten Form, ebenfalls Reformen verschrieben, was in einer Reihe von Verträgen festgehalten wurde. Der *Fiskalpakt* begrenzt Schulden und Ausgaben; weniger bekannt sind das *Europäische Semester* und der *Euro-Plus-Pakt*, die beide Renten- und Gesundheitsreformen sowie ‚Anpassungen‘ der Löhne zum Ziel haben.

Insgesamt hatte die europäische Krisenpolitik eine tiefe Anpassungs-Rezession in den Jahren 2012-14 zur Folge.

Die Europäische Zentralbank in der Finanzkrise

Der vielleicht wichtigste Akteur der europäischen Krisenpolitik ist die EZB. Sie hat sich als die einzige Institution erwiesen, die in der Finanzkrise von Anfang an handlungswillig und durchgehend handlungsfähig war, wohingegen die Europäische Kommission sich in erster Linie nach dem Rat der Mitgliedstaaten gerichtet hat, die entweder keine engere wirtschaftspolitische Kooperation wollten oder aufgrund der Schulden, die sie den Banken abgenommen hatten, handlungsunfähig waren.

Die EZB interveniert seit 2007 durch die Ausweitung ihrer Kreditfazilitäten, Leitzinssenkungen und (seit 2010) gezielten Wertpapier- und Staatsanleihenkäufen auf Sekundärmärkten (SMP und OMT). Parallel dazu berät die EZB die Kommission in Regulierungsfragen (Basel III-Abkommen, Bankenunion, Bankenaufsicht, Abwicklungsmechanismus, Einlagensicherung).

Zudem war die EZB als Teil der Troika an der Ausarbeitung der Strukturanpassungsprogramme beteiligt. In dieser Funktion konnte die EZB etwa auf das Arbeits- und Tarifrecht der betroffenen Mitgliedstaaten einwirken, ein Politikfeld, in dem die EU laut Lissabon-Vertrag gar keine exklusiven Kompetenzen hat. Die Kommission darf die Mitgliedstaaten lediglich bei Reformen unterstützen, die EZB hat grundsätzlich keine entsprechenden Kompetenzen.

Regierungen, die den Anweisungen der Troika nicht folgten, drohte die EZB mit der Einstellung des Kaufs von Staatsanleihen und der Blockierung des Kreditgeschäfts mit den jeweiligen nationalen Geschäftsbanken. In Griechenland erzwang die EZB

kurzzeitig die Schließung der Banken und verschärfte damit die Krisenstimmung unmittelbar vor dem Referendum vom 5. Juli 2015.

Die Bilanz der Krisenpolitik durch die EZB fällt daher zwiespältig aus:

- Einerseits hat sie durch ihre Geldpolitik die Folgen der Finanzkrise abgemildert und verhindert bis heute, dass die europäische Wirtschaft erneut in eine Rezession abgleitet.
- Andererseits ist sie in führender Position mitverantwortlich für die Austeritätspolitik.

4. Ausblick im Jahr 2017 – Wie geht es weiter mit dem Binnenmarkt-Projekt?

Die EU konnte trotz ihrer Krisenpolitik zum Schutz der Banken und aller privaten Gläubiger nicht verhindern, dass das Projekt Finanzbinnenmarkt erheblich an Attraktivität verlor. Insbesondere wurden die Banken mit Aktivitäten in europäischen Nachbarstaaten zurückhaltender. Im Gegenzug gingen aber die Zinsen und das Kreditangebot zwischen den europäischen Volkswirtschaften auseinander, weshalb die Kreditaufnahme gerade für Unternehmer in südeuropäischen Staaten sehr schwierig wurde. Das läuft einem ursprünglichen Ziel der Währungsunion zuwider, überall gleichwertig gute Finanzierungsbedingungen für die europäische Wirtschaft zu schaffen. Die EU ist daher bemüht dem Projekt neuen Aufwind zu geben. Zwei Maßnahmen werden im Folgenden kurz vorgestellt: (1.) die Kapitalmarktunion und (2.) eine verstärkte wirtschaftspolitische Steuerung.

Kapitalmarktunion

Unter dem Titel Kapitalmarktunion fasst die Juncker-Kommission alle laufenden Projekte zusammen, die dazu dienen sollen, die Integration der Finanzmärkte nach dem Vor-Krisen-Muster voranzutreiben. Denn so globalisiert die Börsen-, Banken- und Versicherungsgeschäfte sind, so national sind manche Märkte immer noch organisiert, zum Beispiel für Unternehmensanleihen.

Das Narrativ der Kommission lautet wie zuvor, dass das Geld, welches die Wirtschaft zum Wachsen benötige, eigentlich schon da sei, die Sparer hätten es nur wieder an der falschen Stelle ‚geparkt‘. Sparvermögen und Investitionen sollen deshalb besser miteinander verknüpfen werden. So sollen etwa Versicherer in innovative Start-Ups oder in Autobahnen investieren.

Eine weitere Maßnahme ist ein europäisches kapitalmarktbasiertes Produkt der Altersvorsorge (PEPP).¹² Auch hier ist das Ziel, einerseits die Ersparnisse europäischer Verbraucher und Beschäftigter zu kanalisieren – die Bevölkerung somit an den Finanzmarkt zu binden – und andererseits den institutionellen Anlegern neue Geschäftsfelder zu eröffnen. Nach den Vorstellungen der Kommission soll das Marktvolumen der privaten Altersvorsorge von 0,7 Bio. EUR auf 2 Bio. EUR steigen.

¹² Das 2017 begonnene Gesetzgebungsverfahren wurde 2019 abgeschlossen:
VERORDNUNG (EU) 2019/1238 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 20. Juni 2019 über ein Paneuropäisches Privates Pensionsprodukt (PEPP).

Wirtschaftspolitische Steuerung

Die EZB allein kann die Probleme der Eurozone nicht lösen. Sie zu unterstützen, nationale Wirtschafts- oder Fiskalpolitiken zu koordinieren und gegebenenfalls mit einem europäischen Fonds zu intervenieren, wäre die Aufgabe einer gemeinschaftlichen Steuerungsinstitution, die bisher fehlt. Die europäische Krisenpolitik half bisher lediglich ein Regelsystem aufzustellen, das in etwa die wirtschaftspolitische Ausrichtung der EU und insbesondere der Eurozone vorgibt. Im Kern geht es dabei immer um *Haushaltskonsolidierung* – also Ausgabendisziplin zum Erhalt der Zahlungsfähigkeit – und die Steigerung der *Wettbewerbsfähigkeit*.

Gemäß dem „Fünf-Präsidenten-Bericht“ von 2015 sollen zur Vollendung der Währungsunion bis zum Jahr 2025 folgende Maßnahmen zweckmäßig sein:

- eine gemeinsame Haushaltspolitik,
- die Schaffung einer „Kapitalmarktunion“,
- die „Modernisierung“ der Sozialsysteme,
- „jeder Euro-Mitgliedstaat soll eine nationale Stelle einrichten, die seine Leistungen und seine Strategien in Sachen Wettbewerbsfähigkeit beobachtet. [...] Die Stellungnahmen dieser Einrichtungen sollten bei Tarifverhandlungen als Richtschnur zugrunde liegen.“
- „eine Anpassung des Renteneintrittsalters“.

Auf diesen Bericht folgte 2017 das „Weißbuch zur Zukunft Europas“, das den Präsidenten-Bericht als Vorbild nennt und ebenfalls eine „gründliche Modernisierung der sozialen Sicherungssysteme“ empfiehlt. Was genau damit gemeint ist, verrät die Kommission nicht, aber die Pläne der Kapitalmarktunion enthalten sicherlich nicht zufällig Empfehlungen zum Ausbau der privaten Altersvorsorge. Auch die Krisenpolitik der EU lässt erahnen, worum es geht: die Schaffung neuer Märkte, von neuen Anlage- und Verwertungsmöglichkeiten. Das Liberalisierungsgebot der europäischen Verträge und der freie Kapitalverkehr bleiben unberührt.

Die Europäische Kommission rückt also nicht ab von einer Binnenmarkstrategie, die meines Erachtens eine Ursache der Finanzkrise ist.