

Zukunftsrisiko „Euro Break Up“

*Hintergründe, aktuelle Entwicklungen
und mögliche Konsequenzen*

„Angesichts des fortgesetzten Missbrauchs der Geldschöpfungsmaschinerie des Eurosystems stellt sich die Frage immer drängender, wie lange ein Land wie Deutschland noch am Eurosystem festhalten kann und wird. (...) Es mag richtig sein, dass man den Euro durch eine Transferunion retten kann. Die Frage, ob man nicht lieber Europa retten sollte, ist mit dieser Erkenntnis noch nicht beantwortet.“

*Prof. Dr. Dr. h.c. Hans-Werner Sinn, Präsident a.D. des ifo Instituts, Professor an der Ludwig-Maximilians-Universität München
(Stellungnahme für das FERI Cognitive Finance Institute zur vorliegenden Studie, Februar 2018)*

„Die Währungsunion ist ein großer Irrtum, ein abenteuerliches, waghalsiges und verfehltes Ziel, das Europa nicht eint, sondern spaltet.“

Ralf Dahrendorf, Spiegel-Interview, 1995, S. 28

„European Monetary Union (EMU) is the most ambitious project undertaken in monetary history. (...) It was, and is, a great economic and political experiment.“

Mervyn King, The end of Alchemy, 2016, S. 218

„...ein ‘Fehlschritt‘ war: die Schaffung des Euro, einer Einheitswährung, die voreilig geschah, bevor die notwendigen Voraussetzungen erfüllt waren, und in einer Weise, die Europa auseinanderdividiert.“

Joseph Stiglitz, Europa spart sich kaputt, 2016, S. 73

*“...monetary union was and is economically perverse. (...)
...monetary union was and is politically perverted.“*

Bernard Connolly, Rotten Heart of Europe, 2012 S. ix

„Die europäische Finanzkrise ist nicht entstanden, weil die Akteure auf den Finanzmärkten irrational oder altruistisch gehandelt hätten. Sie ist vielmehr aus Systemfehlern, aus Fehlern im Gefüge der institutionellen Spielregeln der Marktwirtschaft erwachsen.“

Hans-Werner Sinn, Gefangen im Euro, 2014, S. 32

„Wahrscheinlich erwartet uns in nicht allzu ferner Zukunft die nächste Episode der Eurokrise.“

Joseph Stiglitz, Europa spart sich kaputt, 2016, S. 27

„In der Tat bietet die nun kommende Dekade die einmalige historische Chance, die Transferunion zu realisieren (...) Wer an das Einkommen der Steuerzahler der nördlichen Länder der EU heranwill, muss die Ernte jetzt einbringen.“

Hans-Werner Sinn, Der Weg in die Transferunion, 2018

„Der Euro ist mehr als nur eine Währung. Er ist ein politisches und wirtschaftliches Projekt.“

Europäische Kommission, „5 Präsidenten-Bericht“, 2015, S. 4

Bad Homburg, März 2018

Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

seit knapp 20 Jahren existiert der Euro als gemeinsame Währung in vielen Ländern Europas. In dieser Zeit war die Europäische Währungsunion (EWU, engl. European Monetary Union EMU) durch eine auffallend hohe Zahl an ökonomischen, monetären, politischen und institutionellen Krisen geprägt. Trotz vieler sichtbarer Vorteile erscheint der Euro heute mehr als politische Kopfgeburt mit vielen Fehlern denn als ökonomisch funktionale und politisch abgesicherte Währung für einen Wirtschaftsraum mit deutlich über 300 Millionen Menschen.

Bereits 10 Jahre nach seiner Entstehung wurde der Euro von den Finanzmärkten massiv herausgefordert und existenziell bedroht: Im Zuge der globalen Finanzkrise und der anschließenden Krise der Europäischen Währungsunion stand der Euro vor einem historischen „Währungs-Crash“, mit unabsehbaren Folgen für Weltwirtschaft und Finanzmärkte. Durch einen vorher undenkbaren Kraftakt der EZB, die ihr eigentliches Mandat – bis hin zum möglichen Verfassungsbruch – massiv dehnte, konnte diese Krise zunächst abgewendet werden.

Seitdem dämmert die Euro-Zone in einem Zustand künstlicher Ruhe, stabilisiert durch massive geldpolitische Interventionen der EZB. Für Investoren und Vermögensinhaber stellt sich jedoch die Frage, ob der Euro heute wirklich noch eine sichere Währung darstellt. Wurde also der Euro als Folge der zahllosen politisch regelwidrigen, institutionell bedenklichen und ökonomisch fragwürdigen „Feuerwehreinsätze“ der letzten Jahre tatsächlich stabiler, oder wurden im Gegenteil alte Fehler nur überdeckt und neue fundamentale Risiken erzeugt, die den langfristigen Bestand der Gemeinschaftswährung substantiell gefährden?

Lassen sich die grundlegenden Probleme des Euro – politische, ökonomische, institutionelle und strukturelle Konstruktionsfehler – durch neue Regeln und europapolitische Beschlüsse beheben, oder werden sie im Zweifel durch noch mehr Geld nur übertüncht? Müssen neue „Vertiefungen“ der europäischen Verträge und „Verschärfungen“ geltender Regeln angestrebt werden, oder geht es nur darum, wer letztlich als „*financier of last resort*“ die Rechnung für eine dauerhafte Alimentierung und Subventionierung der Euro-Zone übernimmt?

Und was genau passiert (oder könnte passieren), wenn die offenkundigen Probleme des Euro nicht adressiert und wirksam gelöst werden? Werden dann politische Fliehkräfte, angetrieben von Populismus und Wählerwut, ihre anhaltende Kritik am Euro mit Hilfe politischer Referenden gegen den Euro („Euro-Exit“) dramatisch zuspitzen und so einen schleichenden Verfall oder faktischen Zusammenbruch der Euro-Zone herbeiführen?

Viele dieser Fragen werden in verschiedenen europäischen Institutionen und Denkfabriken seit einiger Zeit diskutiert. Meist liegt dabei ein elitär-konstruktivistischer Ansatz zugrunde, der nach denkbaren (aber oft unrealistischen) Lösungen sucht, das „Undenkbare“ – nämlich einen Zerfall der EMU – jedoch explizit ausklammert oder ignoriert.

Trotz theoretisch sinnvoller Lösungsvorschläge zeichnet sich bisher jedoch kein Königsweg für einen dauerhaften Erhalt der Währungsunion – und somit für eine Rettung des Euro – ab. Der Euro bleibt vorerst weiter gefangen in einem unauflösbaren Trilemma aus ökonomischen und monetären Divergenzen, politischen und ideologischen Gegensätzen sowie unvollständigen und dysfunktionalen Institutionen.

Vor diesem Hintergrund geht die vorliegende Analyse bewusst einen anderen Weg. Nach einem kurzen Überblick in Kapitel 2 über das aktuelle Geschehen in der EMU versucht sie in Kapitel 3, die stark politisch geprägte Entstehung der EMU und die schwierige „Geburt“ des Euro nachzuzeichnen. Eine Rekonstruktion der wichtigsten politischen und institutionellen Konstruktionsfehler der EMU ist dabei unumgänglich; dies öffnet einen klaren Blick auf die zahlreichen Bruchlinien und Risikofaktoren der EMU. Dazu zählen Kardinalprobleme politischer, struktureller, institutioneller und systemischer Art, die vielfach bereits seit Beginn der EMU im Jahr 1999 angelegt und tief verwurzelt sind.

In einem zweiten Schritt wird in Kapitel 4 versucht, eine realistische Bestandsaufnahme der Euro-Problematik zu vermitteln. Diese erfolgt auf Grundlage bekannter Fakten und Analysen, berücksichtigt aber auch die Probleme und fragwürdigen Weichenstellungen im Zuge der Euro-Krise. Gleichzeitig sind neue Risikofaktoren und potentielle Bruchlinien zu bewerten, wie etwa das Phänomen der „TARGET-Salden“ sowie Europa-kritische politische Strömungen, etwa in Italien. Anhand dieser Bestandsaufnahme wird deutlich, dass der Euro und dessen Zukunft durch eine Vielzahl kritischer Faktoren noch immer klar gefährdet sind.

In einem dritten Schritt erfolgt in Kapitel 5 eine Diagnose des heutigen Euro-Trilemmas, unter Berücksichtigung bereits vorliegender Lösungsansätze sowie aktueller politischer Trends, Vorschläge und Pläne zur „Reform der EMU“. Aktuelle Überlegungen wie etwa Schritte in eine „Transferunion“, die Auflegung von „Euro-Bonds“ oder eine mögliche Umgestaltung des Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM in einen „Europäischen Währungsfonds“ werden dabei umfassend analysiert und bewertet. Dabei wird im Rahmen der Analyse ein mögliches Scheitern der Euro-Zone nicht etwa „politisch korrekt“ ausgeklammert, sondern als eine von mehreren denkbaren Möglichkeiten bewusst berücksichtigt.

In einem vierten Schritt geht die Studie in Kapitel 6 gezielt auf latente Risiken eines „Euro Break Up“ ein, also die Möglichkeit eines Zerfalls oder plötzlichen Zusammenbruchs der EMU. Die vielen inneren Widersprüche der EMU, verstärkt durch negative Anreizstrukturen und komplexe „Moral Hazard“-Konstellationen, spielen dabei eine wesentliche Rolle und werden im Rahmen einer spieltheoretischen Betrachtung analysiert.

Auf Grundlage klar erkennbarer Risiko-Konstellationen und bereits existierender „Bruchlinien“ werden mögliche Szenarien und konkrete Verlaufspfade skizziert. Diese werden eingebettet in ein Raster aus überprüfbareren „Risikoszenarien“, anhand derer Investoren eine eigenständige Risikoeinschätzung und -überwachung („Monitoring“) vornehmen können. Die Analyse schließt mit klaren Aussagen und grundsätzlichen Handlungsempfehlungen für den Umgang mit dem möglichen Risikofall „Euro Break Up“.

Folglich gliedert sich die Ausarbeitung in vier inhaltliche und logische Abschnitte:

- I. EMU als Fehlstart (Missverständnisse, Versäumnisse und „Betrug“)
- II. Grundprobleme, Widersprüche und Bruchlinien der EMU (multiple Divergenzen)
- III. Falsche Rezepte und unzureichende Reformen (das ungelöste Trilemma)
- IV. Risiko-Szenarien für die Zukunft der EMU („Transferunion“; „Break Up“)

Um möglichst schnell „zum Punkt zu kommen“, kann direkt zu Kapitel 5 oder 6 gesprungen werden. Da für ein Verständnis der zentralen EMU-Probleme deren Vorgeschichte jedoch von entscheidender Bedeutung ist, wird eine vorherige Lektüre der Kapitel 3 und 4 nahegelegt.

Insgesamt zeigt die Analyse deutlich, dass ökonomische Heterogenität und Divergenz zwischen den EMU-Teilnehmerländern nach wie vor zentrale Belastungsfaktoren für die Zukunft des Euro darstellen. Da Abhilfe durch grundlegende Anpassungen und Reformen auch zukünftig wenig wahrscheinlich ist, bleiben letztlich nur zwei generelle Wege in die Zukunft:

- ▶ Dauerhafte Alimentierung des EMU-Systems, im Wege einer „Transferunion“.
- ▶ Politisch-ökonomisches „Zerbrechen“ der EMU, also ein „Euro Break Up“.

Vor diesem Hintergrund besteht ein wichtiges Ziel dieser Ausarbeitung darin, klares Bewusstsein und geschärfte Wahrnehmung dafür zu schaffen, dass der Euro noch immer eine „Währung im Gefahrenmodus“ ist. Die Tatsache, dass EMU und Euro seit geraumer Zeit von der EZB auf der „monetären Intensivstation“ betreut werden, sollte nicht den Blick auf grundsätzliche und weiterhin ungelöste Probleme verstellen. Statt „monetärer Kontrollillusion“ ist tieferes Verständnis für die Kernprobleme des Euro und der EMU gefragt.

Daraus sollte eine offene und rationale Diskussion möglicher Zukunftsentwicklungen, Reformoptionen und (Risiko-)Szenarien erwachsen, die auch die potentiellen Kosten, Kollateralschäden und „*unintended consequences*“ unterschiedlicher Verlaufspfade eng im Blick hält. Investoren und Vermögensinhaber, aber auch interessierte Bürger sollten diese Überlegungen kennen und in ihre individuellen Planungen zum Vermögensschutz einbeziehen.



Dr. Heinz-Werner Rapp

Gründer & Leiter Steering Board
FERI Cognitive Finance Institute

Inhalt

Abbildungsverzeichnis	1
1 Executive Summary	2
2 Aktueller Hintergrund	6
2.1 Einführung und Einordnung	6
2.2 Vorgeschichte und Rückblick	7
2.3 Aktivismus und Krisenmanagement der EZB	7
2.4 Populismus und politische Krisen in Europa	9
2.5 Wahlen in Frankreich und „Macron-Effekt“	10
2.6 Die neue Regierung in Deutschland	12
3 Euro und Europäische Währungsunion (EWU)	13
3.1 Politische Vorgeschichte	13
3.2 Widersprüchliche Ziele	16
3.3 Heterogene Philosophien	19
3.4 Grundlegende Missverständnisse	23
3.5 Fundamentale Konstruktionsmängel	25
3.6 Institutionelle Defizite	28
3.7 Ökonomische Divergenzen	30
4 Bruchlinien und Risikofaktoren der EMU	33
4.1 Moralische Bruchlinien: Täuschung als Ausgangspunkt	33
4.2 Ökonomische Bruchlinien: Heterogenität der EMU-Länder	35
4.3 Systemische Bruchlinien: Erfahrungen der Euro-Krise	41
4.4 Politische Bruchlinien: Populismus und „Anti-Euro“-Stimmungen	45
4.5 Konzeptionelle Bruchlinien: Phänomen der TARGET-Salden	47
4.6 Institutionelle Bruchlinien: Probleme der Verantwortlichkeit	57
4.7 Monetäre Bruchlinien: Mandatsüberschreitung der EZB	61
5 Aktuelles Bild der EMU und mögliche Reformen	67
5.1 Der neue Vorstoß der EU-Kommission („Juncker-Plan“)	67
5.2 Idee eines Europäischen Währungsfonds (von EFSF über ESM zu EWF)	68
5.3 Neue Rolle der EZB als „Garant des Euro“	74
5.4 Politische Entwicklungen in Europa (von BREXIT über Le Pen zu Italien)	78
5.5 Ökonomische Divergenzen und deren Konsequenzen (Analyse von King)	84
5.6 Politische und konzeptionelle Reformvorschläge	87
5.7 Perspektiven einer institutionellen Weiterentwicklung	92
6 Risikoszenario „Euro Break Up“	100
6.1 Einführung und Problemstellung	100
6.2 Hintergrund und praktische Relevanz	101
6.3 Das Euro Break Up-Dilemma als spieltheoretisches Problem	105
6.4 Systemdynamik und Entwicklungspfade	109
6.5 Risikoszenarien und Risiko-Indikatoren	113
6.6 Mögliche Auslöser und Ablauf eines Euro Break Up	117
6.7 Potentielle Konsequenzen für die Kapitalmärkte	123
6.8 Implikationen mit Blick auf „Vermögensschutz“	127
7 Fazit	134
Literaturverzeichnis	138
Glossar	145

1 Executive Summary

Hintergrund und Überblick:

- ▶ Viele **Probleme der Euro-Zone** (EMU) sind hinlänglich bekannt und durch mehrmalige Krisen in den letzten Jahren auch einer breiten Öffentlichkeit bewusst geworden.
- ▶ Spätestens seit der letzten Euro-Krise (2010-2012) stellt sich jedoch die Frage nach der inhaltlichen Substanz, der ökonomischen Tragfähigkeit und der politischen Flankierung des Euro und der EMU – konkret also nach deren **Stabilität und Dauerhaftigkeit** – mit neuer Dringlichkeit.
- ▶ Diese Frage wird verschärft durch zahlreiche **politische Strömungen** innerhalb von EU und EMU, die das Konzept einer europäischen Einheitswährung in Frage stellen.
- ▶ Hinter derartigen Strömungen, von den britischen BREXITeers über den französischen Front National bis zum EU-skeptischen politischen Spektrum Italiens, steht vielfach ökonomische Frustration, die oftmals sehr eng mit EMU und Euro korrespondiert.
- ▶ Aktuell bietet die EMU das Bild einer **unfertigen „Baustelle“**, deren größte „Baumängel“ und „Unfallrisiken“ nicht wirklich behoben werden. Stattdessen werden diese von der Zentralbank (EZB) – über massive Geldschöpfung und extrem weite Auslegung ihres geldpolitischen Mandats – lediglich übertüncht.
- ▶ Gleichzeitig werden aus dem politischen Zentrum von EU und EMU immer neue Vorschläge zur „Reform“, „Vollendung“ oder gar „Erweiterung“ der EMU eingebracht; die dahinterliegenden Konzepte und Risikoabwägungen sind jedoch oftmals nicht erkennbar.
- ▶ Streit um die konzeptionelle Deutungshoheit der EMU, ebenso wie die Fragen nach einer gesunden und tragfähigen Architektur und einer **fairen Lastenverteilung**, dominieren erneut die politische Diskussion Europas. Neue Vorschläge aus Frankreich treffen dabei auf eine wenig handlungsfähige deutsche Regierung und schwierige politische Konstellationen in Italien (Wahl 2018).

- ▶ Ein schleichender Übergang in eine teure und ineffiziente „Transferunion“ scheint sich derzeit als wahrscheinlichste Zukunftsperspektive für die EMU abzuzeichnen; dies würde deutlich erhöhte Transferlasten und stetig steigende Zukunftsrisiken speziell für Deutschland implizieren.
- ▶ Auch das Risiko eines Scheiterns der EMU, also eines „Euro Break Up“, ist nicht wirklich auszuschließen, würde dann jedoch massive Verwerfungen in Europa mit sich bringen.

Kerninhalte und Ergebnisse:

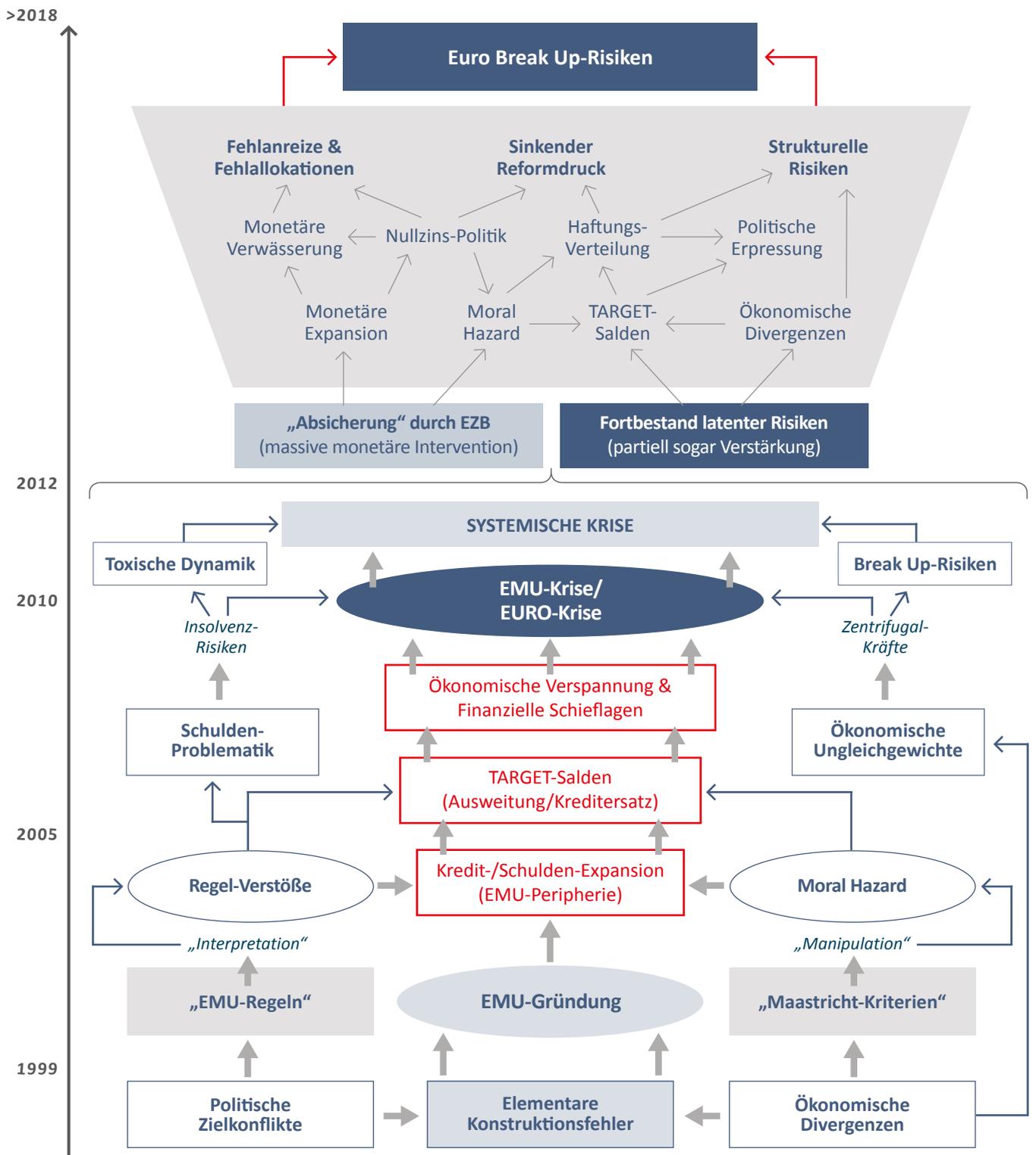
- ▶ Zur grundlegenden Einordnung des Gesamtthemas rekapituliert die Analyse zunächst die Entstehung der EMU als primär **„politisches Projekt“**.
- ▶ Fundamentale Zielkonflikte, Missverständnisse und **„konzeptionell-philosophische“ Divergenzen**, speziell zwischen Deutschland und Frankreich als den beiden wichtigsten EMU-Gründerländern, werden dabei klar herausgearbeitet und als sehr **zentrale Probleme** identifiziert.
- ▶ Auch die **politische Vorgeschichte der EMU**, einschließlich spezifischer machtpolitischer Interessen einzelner Gründungsländer, wird rekonstruiert und eingehend gewürdigt.
- ▶ Diese Punkte erweisen sich als äußerst relevant zur Beurteilung zahlreicher Ausgangsfragen; sie sind darüber hinaus dominante Faktoren im Hinblick auf die **konzeptionelle, institutionelle und ökonomische Fragilität** der EMU.
- ▶ Mit Blick auf die Entstehung des sogenannten „Maastricht-Vertrages“ und anderer „Regeln“ der EMU, die sich im Zeitablauf als nicht haltbar erwiesen haben, kritisiert die Analyse den anfangs tolerierten „Wettlauf in die EMU“, unter **Missachtung** selbstgesetzter Anforderungen, klarer Regeln und fester Teilnahmekriterien.
- ▶ Daraus folgt konkret, dass die EMU als **widersprüchliches Konstrukt** politischer Technokraten von Beginn an unter einer Vielzahl von **politischen, ökonomischen und strukturellen Konstruktionsmängeln** leidet.

- ▶ Die ursprünglich leichtfertig tolerierten Widersprüche, Divergenzen und grundsätzlichen Unvereinbarkeiten der EMU bilden heute den „Bodensatz“ aus **gefährlichen Bruchlinien** und **komplexen Risikofaktoren**, die den Bestand der EMU fast 20 Jahre nach Gründung noch immer herausfordern und existenziell gefährden.
- ▶ Zu den wichtigsten dieser „EMU-Bruchlinien“ zählt – stärker noch als das Problem überhöhter Staatsverschuldung – eine **massive ökonomische Divergenz**, insbesondere zwischen „Kern“ und „Peripherie“ der EMU. Speziell das Phänomen **unterschiedlicher Preis-Wettbewerbsfähigkeit** verursacht eine **gefährliche Erosion und ökonomische Spaltung der EMU** (sichtbar in der Euro-Krise 2010).
- ▶ Weitere inhärente Bruchlinien der EMU resultieren aus **ökonomischen Fehlanreizen** („Moral Hazard“), die sich als Folge der Euro-Krise oftmals noch verstärkt haben. Auslöser sind etwa gemeinsame „Finanztöpfe“ und **Elemente einer kollektiven Haftungsübernahme**, aber auch die **massiven Kaufprogramme** der EZB für EMU-Staatsanleihen. Eigenverantwortliches Handeln wird in einem solchen Umfeld zunehmend durch eine **Doktrin des ökonomischen „Trittbrettfahrens“** ersetzt.
- ▶ Grundlegende Bruchlinien der EMU liegen auch im **Bereich der Politik**. Die andauernden Probleme der EMU haben in vielen Ländern **populistische Anti-EU-Strömungen** hervorgebracht, die per Definition den Bestand der EU und der EMU in Frage stellen.
- ▶ Andere schwerwiegende EMU-Bruchlinien sind **struktureller Natur**, also „per Design“ im Bauplan der EMU hinterlegt. Dazu zählt speziell das **TARGET-System**, das aufgrund gravierender Konstruktionsmängel **missbräuchliche Nutzungen und extrem gefährliche Konsequenzen** provoziert.
- ▶ Faktisch ermöglicht das TARGET-System einzelnen Ländern ein „Drucken von Geld“, zu Lasten der Solidargemeinschaft EMU. Der unlimitierte Aufbau negativer TARGET-Salden, durch Länder wie Italien, zählt heute zu den größten Strukturproblemen der EMU und **gefährdet nachhaltig ihre Integrität und Stabilität**.
- ▶ Eine neue Bruchlinie der EMU wird durch die seit 2012 verfolgte, hochgradig **umstrittene Geldpolitik der EZB** erzeugt. Die extreme Ausdehnung des eigentlichen EZB-Mandates führt in eine juristische und geldpolitische Grauzone, die langfristig gefährliche „Moral Hazard“-Effekte und **systemische Verzerrungen** induziert. Gleichzeitig führt die zunehmende **Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik** zu einer **anhaltenden Erosion** zentraler Prinzipien wie Haftung und Verantwortung.
- ▶ Bestehende oder latent drohende Probleme der EMU werden aktuell durch neue **politische Initiativen der EU-Kommission** und anderer „Stakeholder“ der EMU adressiert. Zu diesen zählen die Idee gemeinsam garantierter „Euro-Bonds“, „European Safe Bonds“, eines „Europäischen Schatzamts“ oder eines „Europäischen Währungsfonds“. (*Aktuelle Vorschläge des französischen Präsidenten Macron gehen in eine ähnliche Richtung.*)
- ▶ Die jeweilige Wirkungsweise ist für die Mehrzahl dieser Vorschläge höchst umstritten oder klar negativ. Vielfach wird ein schleichender Übergang in **gesamtschuldnerische Transfer- oder Haftungssysteme** induziert. Radikalere Vorschläge – wie etwa von Sinn (2016) – zielen deshalb in Richtung **fundamentaler Reformen der EMU**, mit Stärkung klarer Prinzipien wie Eigenverantwortung und finanzieller Solidität.
- ▶ Aus dem weiter **offenen Gegensatz** gravierender Strukturprobleme und „Bruchlinien“ einerseits, sowie fehlender, mangelhafter oder sogar kontraproduktiver Reformansätze andererseits, resultieren **latente Risikoszenarien für die EMU und den Euro**.
- ▶ Als **zentrales Risikoszenario** erscheint vorerst ein potentieller Zerfall oder „Bruch“ der EMU („**EMU Break Up**“). Ein solcher „Break Up“ könnte durch Austritt („Exit“) einzelner Mitgliedsländer, aber auch im Zuge einer systemischen „EMU-Krise“ in Gang kommen.
- ▶ Anders gelagerte Risikoszenarien gehen in Richtung einer **„Transferunion“**, in der bestehende Divergenzen und „Bruchlinien“ durch dauerhafte Zahlungen „starker“ EMU-Mitglieder alimentiert werden müssten.
- ▶ Zur Abschätzung möglicher Szenario-Verläufe und -Wahrscheinlichkeiten liefert eine **spieltheoretische Analytik** wertvolle Einsichten: Die inhärente Dynamik und mögliche Entwicklungspfade der EMU lassen sich anhand des vorliegenden „Spielplans“, möglicher „Spielzüge“ sowie variabler „Spielregeln“ gut nachvollziehen.

- ▶ Aus **spieltheoretischer Perspektive** erscheint die EMU als „**komplexes dynamisches System**“, mit einer Vielzahl singular-intrinsischer Interessen, widersprüchlicher Motive und konfliktärer Anreizstrukturen. Wichtige Bestimmungsfaktoren sind individuelle „Kosten-/Nutzen-Kalküle“ der Mitgliedsländer („Spieler“).
- ▶ Ein Rückblick auf historische Währungsunionen zeigt, dass speziell kleinere, aber ökonomisch starke Mitglieder einen erhöhten Anreiz zum Verlassen der jeweiligen Union hatten. Übertragen auf die EMU wären statt Griechenland eher Österreich oder Finnland potentielle Exit-Kandidaten.
- ▶ Grundlegende Reformen der EMU werden mit zunehmender Dauer unkonditionierter Hilfen (wie derzeit von der EZB) immer unwahrscheinlicher; der entsprechende Anreiz sinkt. Gleichzeitig steigen die **impliziten Kosten eines „Euro Break Up“** prohibitiv an, da inzwischen eine **Vielzahl kollektiver Haftungsmechanismen** – darunter auch das TARGET-System – installiert oder (teilweise ungewollt) aktiviert wurde.
- ▶ Diese Ausgangslage spricht vorerst für den gezielten Einstieg der europäischen Politik in eine „**Transferunion**“. Ziel ist dabei, bestehende Probleme zeitlich zu „verschieben“ und akute Risiken des EMU-Systems vorerst zu „kaschieren“.
- ▶ Die **Kosten einer Transferunion** wären (nach heutigem Kenntnisstand) erheblich und gingen primär zu Lasten der „starken“ Länder (speziell Deutschland). Dennoch geht die Mehrzahl der neuen Vorschläge, Projekte und EMU-Initiativen, sowohl von Seiten der EU-Kommission als auch von Frankreich, genau in diese Richtung. Für deutsche Vermögensinhaber wären dann **steigende fiskalische und ökonomische Belastungen** zu erwarten.
- ▶ Trotz einer starken Grundtendenz zur „Transferunion“ kann vorerst auch das zukünftige **Risikoszenario eines „Euro Break Up“** nicht ausgeschlossen werden. Denkbar sind dabei sowohl „**Ermüdungs-Szenarien**“ als auch echte „**Krisen-Szenarien**“.
- ▶ **Zeitverzögerte Verlaufspfade** in Richtung „Break Up“ sind nicht unwahrscheinlich, etwa als Folge einer lange Zeit erfolglos und „zu teuer“ agierenden Transferunion („Ermüdungs-Szenario“).
- ▶ **Impulse in Richtung eines EMU-Zerfalls** könnten bereits die Wahlen 2018 in Italien auslösen, mit dem Risiko einer sehr EU-aversen Regierung („Krisen-Szenario“).
- ▶ Die potentiellen Konsequenzen eines „Euro Break Up“ für Kapitalmärkte, Unternehmen und Vermögensinhaber wären extrem: Sie könnten einerseits massive **Verwerfungen** an den Kapital- und Währungsmärkten auslösen, andererseits gravierende staatliche **Notmaßnahmen und Repressalien** nach sich ziehen.
- ▶ Gleichzeitig wären im Szenario eines „Euro Break Up“ noch extremere **monetäre Interventionen der EZB** zu erwarten, bis hin zu einer offenen Übernahme von Staatsschulden („OMF“/„Overt Monetary Financing“).
- ▶ Im Hinblick auf **individuellen Vermögensschutz** sollten die Grundmechanismen hinter den wichtigsten **Risikoszenarien** verstanden und entsprechende **Risikotendenzen** in nächster Zeit aufmerksam beobachtet werden, speziell nach dem Auslaufen der derzeit noch sehr expansiven EZB-Politik (ab 2018).

COGNITIVE CONCLUSION

Risiko „Euro Break Up“ – Ursachen, Hintergründe, Konsequenzen



Quelle: FERI Cognitive Finance Institute, 2018

KURZVERSION – Zukunftsrisiko Euro Break Up, die komplette Studie ist online abrufbar unter www.feri-institut.de/media-center/studien/

6.3 Das Euro Break Up-Dilemma als spieltheoretisches Problem

*„The prisoner’s dilemma problem can help us to better understand the dynamics of the eurozone crisis...“*⁵³⁹

Die vorangegangenen Überlegungen zeigen deutlich, dass jede Diskussion über Reformen und institutionelle Weiterentwicklung der EMU schnell mit **multiplen Dilemmata** konfrontiert ist:

► Diese resultieren in vielen Fällen aus **spieltheoretisch motivierten „Strategemen“** der EMU-Teilnehmer, verstärkt durch eine Vielzahl **asymmetrischer Anreizstrukturen**.⁵⁴⁰

Es ist von großer Wichtigkeit, diese **systemdynamischen Eigenschaften, Restriktionen und Nebenwirkungen** sehr genau zu verstehen, bevor eine Reformdiskussion über die Zukunft der EMU auch nur halbwegs sinnvoll begonnen werden kann. Speziell mit Blick auf die nationale Politik und die jeweilige Verhandlungsführung scheint es dringend geboten, sich mit diesen Konzepten hinreichend vertraut zu machen.

⁵³⁷ Zum „Monnet-Prozess“ vgl. ausführlich bereits: oben, Kap. 3.4.

⁵³⁸ Vgl. dazu ausführlich bereits: oben, Kap. 4.3. Bei dieser Problemanalyse drängt sich unwillkürlich das Bild von der EU als „neuer Sowjetunion“ auf, das Conolly (2012, Rotten), Introduction, S. ix-xi, deutlich heraufbeschwört. Analog auch Brunnermeier et al. (2016, Battle), S. 25: „...Europe developed a proclivity to use terms that recalled Soviet-style central planning.“

⁵³⁹ Woo und Vamvakidis (2012, Game theory), S. 3.

⁵⁴⁰ Ein Strategem ist im einfachsten Falle eine „Kriegslist“; in heutiger Übersetzung bezeichnet der Begriff eine strategisch oder spieltheoretisch motivierte, vielfach manipulative zukunftsgerichtete Handlung einzelner „Spieler“.

Eine kurze **spieltheoretische Analyse der EMU** und ein Blick auf die wichtigsten „Spieler“, „Spielzüge“ und „Spielregeln“ können helfen, die inhärenten Dilemmata und die **komplexe Dynamik** des Systems besser nachzuvollziehen. Dabei ist es hilfreich, sich das System der EMU als „Spiel“ zwischen unterschiedlich motivierten Spielern vorzustellen.⁵⁴¹

- ▶ Die jeweiligen Ziele sind nicht immer ganz transparent oder klar artikuliert; einzelne Spieler können zu fragwürdigen oder subversiven Aktionen („Spielzügen“) greifen.
- ▶ Die „Spielzüge“ werden bestimmt durch die jeweiligen „Anreize“ und „Anreizsysteme“ der Spieler; sie können dabei auch die Form echter „Strategeme“ annehmen.
- ▶ Die Regeln des Spiels sind nicht immer eindeutig (oder werden unterschiedlich interpretiert); im Zweifel sind sogar Eingriffe „von außen“ in das Spielgeschehen denkbar.
- ▶ Der mögliche „Gewinn“ liegt aus Sicht der Spieler darin, aus dem Spiel einen möglichst hohen „individuellen“ Vorteil zu ziehen (für die von ihnen vertretenen Bürger).
- ▶ Sofern das Spiel kein „Nullsummenspiel“ ist, können theoretisch alle Spieler ihre relative Position verbessern; im umgekehrten Fall impliziert der Gewinn einzelner Spieler zwingend einen Verlust anderer Spieler.

Die jeweiligen Anreizsysteme der EMU-Teilnehmer („Spieler“) werden dabei in der Regel durch sehr einfache **Vorteils-/Nachteils-Kalküle** bestimmt:

- ▶ **Solange die Teilnahme an der Währungsunion politische, finanzielle oder ökonomische Vorteile verspricht, die damit verbundene Nachteile und Risiken überwiegen, wird ein Teilnehmerland starke Anreize für eine Mitgliedschaft in der Union besitzen.**
- ▶ **Sobald dieses Kalkül jedoch – für einen oder mehrere Teilnehmer – nicht mehr uneingeschränkt zutrifft, besteht ein klarer Anreiz zum Verlassen oder zur Aufgabe des Systems.**
- ▶ **Der „Break Up“ des Systems ist dann oftmals nur eine Frage der Zeit.**

Aus heutiger Sicht dürfte klar sein, dass das entsprechende Kalkül für einige EMU-Mitglieder durchaus **ambivalent** ausfällt. Die jeweilige Vorteilhaftigkeit wird in „schwachen“ Ländern, wie etwa Italien, bereits heftig angezweifelt. Ähnliche Zweifel über das jeweilige „Kosten-/Nutzen-Kalkül“ bestehen aber auch in „starken“ Ländern wie Finnland, den Niederlanden oder Deutschland.⁵⁴²

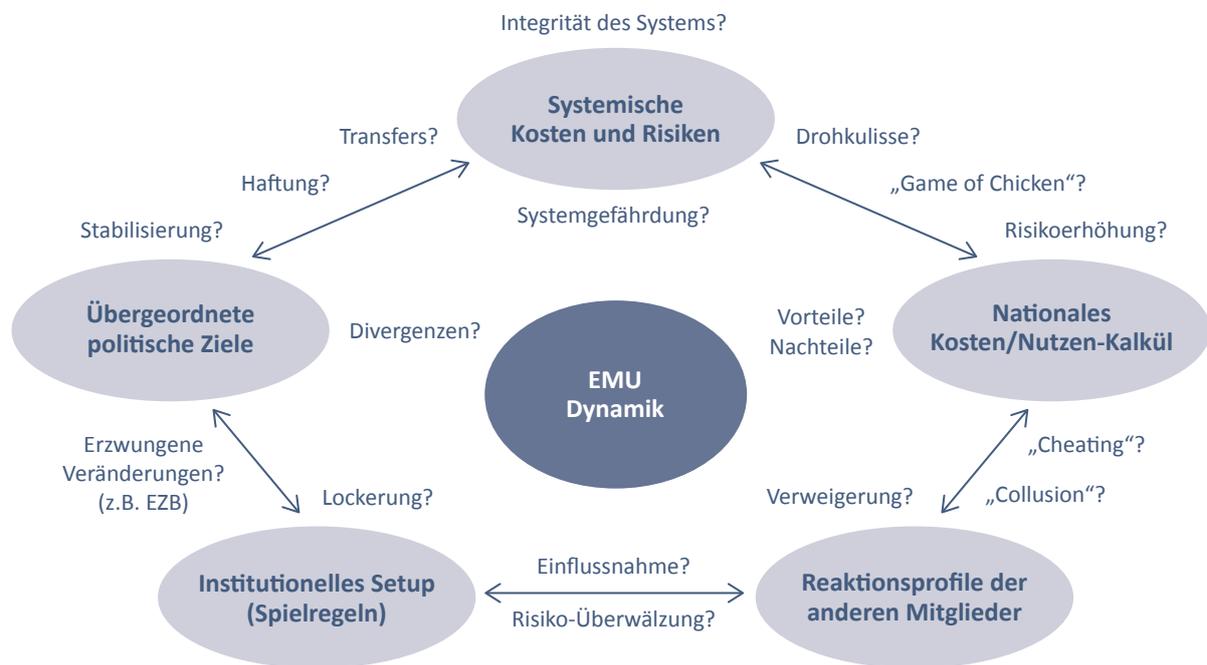
Allerdings unterliegt die Teilnahme an der EMU einigen **sehr dynamischen Variablen**, die das jeweilige Kalkül schnell verändern können. Beispielhaft hat etwa die Intervention der EZB seit 2012 das Kosten- und Risikokalkül einzelner EMU-Länder (etwa Deutschland) deutlich gesenkt, während sich gleichzeitig für andere EMU-Länder (etwa Italien oder Griechenland) ein deutlicher Anstieg des positiven Kalküls ergeben hat (letzteres insbesondere durch Aussicht auf massive Erleichterungen bei der Finanzierung überhöhter Staatsschulden).

Vor diesem Hintergrund ist der tatsächliche Eintritt eines „Euro Break Up“ eine Funktion aus mindestens fünf **zentralen Parametern**, die in Abb. 23 zusammenfassend dargestellt sind:

⁵⁴¹ Analog diskutiert auch Taylor (2012, Game Theory) Ansätze einer spieltheoretischen Analyse der EMU.

⁵⁴² Interessanterweise zeigen historische Analysen vergangener Währungsunionen häufig ein Muster, wonach es oftmals die **kleinen, aber wirtschaftlich starken Mitglieder** einer gescheiterten Währungsunion sind, die als erste die Union verlassen. Vgl. dazu Berthold et al. (2014, Scheitern), die daraus folgende Schlussfolgerung ziehen (S. 19): „Überträgt man diese Tendenz auf die Eurozone, würde dies dafür sprechen, dass allen voran Finnland, Irland, Österreich, die Niederlande und Belgien im hypothetischen Fall einer Unionsauflösung die vorderen Ränge der Austrittsreihenfolge einnehmen würden.“

Abb. 23: Spieltheoretische Parameter der EMU-Dynamik



Quelle: FERI Cognitive Finance Institute, 2018

Das tatsächliche Zusammenwirken dieser Parameter und die dabei entstehende **Dynamik von Erwartungen, Aktionen und Reaktionen** definiert dann ein **komplexes System**, das sich durch Anwendung von **Ansätzen der Spieltheorie** am besten beschreiben und verstehen lässt:

- Die jeweiligen Ausprägungen der **Kosten-/Nutzen-Kalküle** aus Sicht individueller Teilnehmerländer („Spieler“) definieren den „**Spielplan**“.
- Die erwarteten **Aktions-/Reaktions-Muster** anderer Teilnehmer sind die „**Spielzüge**“.
- Die bestehenden **Verträge, Übereinkünfte** und etablierten **Handlungsmuster**, sowohl der „Spieler“ als auch der „Institutionen“, stehen dann für die „**Spielregeln**“.
- Die möglichen **Eingriffe von Institutionen** (wie etwa ESM oder EZB) haben das Potential zur grundlegenden Veränderung des „**Spielplans**“ und der „**Spielregeln**“.

Ein solcher spieltheoretisch motivierter Ansatz scheint am besten geeignet, um mögliche „Break Up“-Risiken des EMU-Systems konzeptionell zu modellieren und nachzuvollziehen. Daraus lassen sich dann folgende, sehr grundsätzliche **spieltheoretische Verhaltensschemata** ableiten:

- ▶ „**Schwache**“ Spieler haben einen starken Anreiz zur Teilnahme an der EMU, solange hinreichende Möglichkeiten bestehen:
 - die eigene Position durch „**cheating**“ (Betrug, der nicht geahndet wird) zu verbessern,
 - oder durch „**collusion**“ (abgestimmtes Verhalten, gemeinsame Spielzüge, und kollektive Verhandlungsstrategien) mögliche Risiken „an den Rest des Systems“ zu überwälzen,
 - oder gar durch ein gezieltes „**game of chicken**“ (bewusstes Aufbauen einer potentiell „katastrophalen“ Drohkulisse) gravierende Änderungen der Spielregeln zu erzwingen (etwa Zugeständnisse der „starken“ Spieler oder ein Eingreifen der Institutionen).

► „Starke“ Spieler haben einen Anreiz zur Aufrechterhaltung der EMU, solange:

- die politischen, ökonomischen oder finanziellen Kosten und Risiken aus der Teilnahme am System die möglichen Vorteile eines einheitlichen Währungsraumes nicht übersteigen,
- Verschlechterungen der eigenen Position aus „cheating“ und „collusion“ kontrollierbar erscheinen,
- sinnvolle Änderungen der Spielregeln als machbar eingeschätzt werden,
- stabilisierende Eingriffe „von Institutionen“ (EZB, ESM, EU etc.) wahrscheinlich bleiben.

Anhand dieses spieltheoretisch definierten „setup“ der EMU können sowohl die aktuell stattfindende EMU-Dynamik als auch potentielle Risiken eines „Euro Break Up“ überzeugend erklärt und realistisch eingeschätzt werden:

- Die bisherige Spielstrategie von Ländern wie Griechenland (partiell auch Frankreich und Italien) war „cheating“, um sich so Vorteile im Rahmen des EMU-Systems zu verschaffen.
- Die bisherige Rolle von Frankreich entsprach dem Prinzip der „collusion“, durch das oftmals strategische Mehrheiten des „Südens“ gegen „den Norden“ organisiert wurden.
- Die aktuelle Positionierung von Italien, mit Aufbau einer politischen **Drohkulisse** („ITALEAVE“), folgt exakt der Logik eines „game of chicken“, das andere wichtige Spieler (Deutschland) und relevante Institutionen (EU, EZB) zu Zugeständnissen zwingen soll.

- Die Haltung von Ländern wie Deutschland entspricht (noch) derjenigen eines **gutmütigen Mitspielers**, der zwar „cheating“ und „collusion“ zu seinen Lasten erkannt hat, aber dennoch das Spiel fortsetzen möchte (aus politischem und ökonomischen Kalkül).
- Gleichzeitig bemüht sich Deutschland, als prinzipientreuer Spieler, eine laufende **Verbesserung und verschärfte Kontrolle der Spielregeln** herbeizuführen (was jedoch eine Funktion der eigenen Verhandlungsstärke und des „Status im Spiel“ ist).
- Im Hintergrund des Spiels agieren die **spielbestimmenden Institutionen** (EU, EZB), die sich bereits mehrfach zu einer **gravierenden „Lockerung“ der Spielregeln** haben zwingen oder hinreißen lassen (EU: Notorisch mangelnde Ahndung von Regelverstößen; EZB: Einführung eines Regimes massiver monetärer Intervention/Q.E.).

Dieser kurze Überblick über den derzeitigen „Spielplan“ der EMU macht deutlich, dass **spieltheoretische Analysen** einen wichtigen Beitrag leisten, um neue „Spielzüge“ (etwa die „Macron-Vorschläge“ von Seiten Frankreichs) besser verstehen, bewerten und einordnen zu können.

Auch die wichtige Frage, ob das EMU-System aus spieltheoretischer Sicht ein „Nullsummenspiel“ oder ein Spiel mit positiver „Wertschöpfung“ darstellt, schärft das Bewusstsein dafür, ob das Spiel eher **regelkonform**, also mit Blick auf einen möglichen **Gemeinschaftsnutzen**, oder eher nach strikt **egoistischen Motiven** ablaufen wird.⁵⁴³

Da sich die Fragen nach einem latenten oder akuten „Euro Break Up“-Risiko nur vor dem Hintergrund dieser spieltheoretischen Dynamik sinnvoll beantworten lassen, werden diese Überlegungen in den nachfolgenden Ausführungen vertieft und fortgeführt.

⁵⁴³ Die Möglichkeit eines „Nullsummenspiels“ ist somit eine der wichtigsten Leitfragen, die aus Sicht der EMU (also der „Spieleitung“) zu beantworten ist. Aus heutiger Sicht scheint diese Frage noch längst nicht eindeutig geklärt.

6.4 Systemdynamik und Entwicklungspfade

„Die weitere Entwicklung der Euro-Union hin zu einer Transferunion ist so sicher wie das Amen in der Kirche.“⁵⁴⁴

Eine genaue Analyse der **Ausgangslage**, der inzwischen etablierten neuen „**Spielregeln**“ (dazu zählt etwa das neue EZB-Credo einer Garantie für den Erhalt des Euro) und der nicht-trivialen **Strategeme und systemdynamischen Anreizstrukturen** innerhalb der EMU ermöglicht eine klarere Einschätzung der möglichen Entwicklungspfade, bis hin zur Ableitung spezifischer Verlaufs- oder Risikoszenarien.⁵⁴⁵

Auch hier empfiehlt sich die Anwendung einer **spieltheoretischen Analytik**: Struktur und Hintergrund der Szenarien werden dann durch eine Vielzahl komplexer Faktoren definiert; diese besitzen sowohl aus Sicht der einzelnen „Spieler“ (der EMU-Teilnehmerländer) als auch aus Sicht des Gesamtsystems (stellvertretend dafür stehen etwa die EU-Kommission oder die EZB) Relevanz, oftmals jedoch in deutlich unterschiedlicher Gewichtung:

► Zu diesen Faktoren zählen im Kontext von EMU und Euro die **politischen Kosten, die finanziellen Belastungen, die wirtschaftlichen Vor- und Nachteile, die Erwartungswerte für zukünftig drohende Risiken und Folgekosten sowie oftmals auch rein ideologische, konstruktivistische oder geostrategische Motive.**⁵⁴⁶

► Aus Sicht wichtiger EMU-Institutionen, wie etwa EU-Kommission, EZB oder ESM, kommen dazu auch noch **Motive eines „institutionellen Selbsterhaltungstriebes“: Einmal etablierte Institutionen werden in der Regel alles dafür tun, das eigene „Überleben“ zu sichern, selbst dann, wenn dies aus Sicht des Gesamtsystems nachteilig oder sogar klar destruktiv sein sollte.**⁵⁴⁷

Unter Berücksichtigung dieser Faktoren – sowie deren komplexer spieltheoretischer und systemdynamischer Verknüpfungen auf dem „Spielfeld“ der laufenden EMU-Reformdebatte – lässt sich ein klareres Bild der **möglichen Verlaufspfade und Risikoszenarien** zeichnen. Als Ausgangspunkt dient erneut die grundlegende Analyse von King (2016) mit den vier Möglichkeiten einer funktionsfähigen Währungsunion.⁵⁴⁸

Wie bereits dargestellt, hat die EMU-Politik bisher schon die Verlaufspfade (1) und (2) aus King's Analyse ansatzweise beschritten. Sowohl die „**interne Abwertung**“ einzelner Krisenländer (Möglichkeit 1) als auch die verstärkte „**Inflationierung**“ der „starken“ Länder (Möglichkeit 2) wurden inzwischen verfolgt, beide jedoch mit sehr begrenztem und eher **zweifelhaftem Erfolg**:

► Möglichkeit 1 („Deflation“) führt in „schwachen“ Ländern, die bereits durch ökonomische Krisen gekennzeichnet sind, nahezu zwangsläufig zu **starken politischen Reaktionen**, bis hin zu offenem **Populismus** und dem Verlust demokratischer Ordnungsprinzipien.⁵⁴⁹

► Möglichkeit 2 („Inflation“) hingegen wird in „starken“ Ländern mit Stabilitätskultur ebenfalls schnell zu **Kritik und politischen Gegenreaktionen** führen, was eine längere Fortführung dieser Maßnahmen faktisch unmöglich macht.⁵⁵⁰

Sinn (2016) hat die „Inflationierungs-Lösung“ eingehend analysiert und stellt fest:

► „*Soll (diese Reformoption) funktionieren, müsste Deutschland etwa 10 Jahre lang mit 5,2 % jährlich inflationieren, bis Südeuropa seine Wettbewerbsfähigkeit wieder erlangt hätte (...), bei gleichzeitigem jeglichem Verzicht auf eigene Inflation...*“⁵⁵¹

⁵⁴⁴ Berthold (2017, Euro-Kritiker).

⁵⁴⁵ Vgl. zu diesen Punkten die ausführliche Herleitung: oben, Kap. 6.2.

⁵⁴⁶ Jeder dieser Punkte lässt sich in der Vorgeschichte der EMU oder der heutigen Diskussion klar identifizieren.

⁵⁴⁷ Spätere wirtschaftshistorische Analysen werden möglicherweise zeigen, dass EZB und EU-Kommission schon heute dieser Tendenz den Vorrang vor einer objektiven Problemanalyse und –bekämpfung einräumen. Die forsche Aussage von Mario Draghi, den Euro retten zu wollen „*whatever it takes*“, deutet bereits klar in diese Richtung.

⁵⁴⁸ Vgl. dazu ausführlich bereits: oben, Kap. 5.5.

⁵⁴⁹ Paradebeispiel für diese These ist der Fall Griechenland in den Jahren 2014-2016.

⁵⁵⁰ Exemplarisch für diese Konstellation ist der Fall Deutschland. Dort ist zwar derzeit noch kein ernsthafter Inflationsdruck spürbar (mit Ausnahme der Immobilienpreise); dennoch besteht in der deutschen Bevölkerung eine hohe Sensibilität gegenüber Inflationsrisiken, was den **längerfristigen** Einsatz dieser Variante klar begrenzt.

⁵⁵¹ Sinn (2016, Juni), S. 313.

Aufgrund der potentiell massiven und politisch sehr gefährlichen Rückwirkungen dieser beiden Teil-Strategien ist eine Fortsetzung oder gar Ausweitung für die Zukunft kaum denkbar. Beide Möglichkeiten haben somit, zumindest nach bisherigem Stand, den **Punkt ihrer größtmöglichen Wirksamkeit** bereits erreicht.⁵⁵² Sinn (2015) konstatiert:

► „Die zunehmenden Spannungen zwischen den durch Sparauflagen irritierten Menschen im Süden und den von Hilfsprogrammen genervten Menschen in den nördlichen Ländern lassen derzeit keine allzu günstigen Zukunftsprognosen für das europäische Projekt mehr zu.“⁵⁵³

Auch Möglichkeit (4) der Analyse von King (2016), die partielle oder vollständige **Auflösung der EMU**, repräsentiert vorerst kein ernstzunehmendes Szenario. Gegen diese Variante sprechen zum einen die **hohen Kosten** eines „Euro Break Up“, die sich durch dynamische Prozesse im Zuge der „Euro-Rettung“ noch um ein vielfaches erhöht haben:

- Aus Sicht eines „starken“ Landes kämen, neben einem **Ausfall** diverser Rettungskredite, Bürgschaften und anderer Haftungseinlagen, dazu inzwischen auch noch die Kosten aus einer **Abschreibung** uneinbringlicher TARGET-Forderungen.
- Wie insbesondere Sinn (2012; 2015) mehrfach – auch auf Grundlage konkreter Modellrechnungen – feststellt, hätten ein „EMU-Austritt“ oder ein „Euro Break Up“ speziell aus deutscher Sicht inzwischen so **hohe Kosten** zur Folge, dass diese Optionen faktisch nicht mehr möglich sind oder „um jeden Preis vermieden werden müssen“.⁵⁵⁴

► Aus Sicht „anderer Länder“ könnten sich jedoch durchaus **starke Anreize** dafür ergeben, das System der EMU „gezielt an die Wand zu fahren“. Für hochverschuldete Länder (wie Griechenland oder Italien), die zusätzlich mit hohen TARGET-Salden belastet sind, wäre ein „Euro Break Up“ eine **akzeptable Möglichkeit**, sich im großen Stil zu Lasten anderer Länder zu entschulden und zugleich, quasi als Bonus, wieder zu einer souveränen Währungspolitik zurückkehren zu können.⁵⁵⁵

► Mindestens aber gibt diese Möglichkeit einigen Ländern in allen anstehenden Verhandlungen zur Reform der EMU eine nennenswerte „**nukleare Option**“, mit entsprechend starker **Drohkulisse** und signifikantem **Erpressungspotential**.⁵⁵⁶

Einstieg in das Prinzip der Transferunion:

Der nach Berücksichtigung aller Fakten, Möglichkeiten und Restriktionen **wahrscheinlichste Verlaufspfad** für die weitere Entwicklung der EMU liegt somit vorerst in King's Möglichkeit (3), also dem mehr oder minder unvermeidlichen Einstieg in das **Prinzip einer „Transferunion“**. Darunter ist, in enger Anlehnung an King (2016), ein **System dauerhafter Transferzahlungen** von den „starken“ an die „schwachen“ Teilnehmer einer Währungsunion zu verstehen.⁵⁵⁷

In diesem Sinne erklärt auch Berthold (2017), der typische Entwicklungspfade (und das spätere Scheitern) historischer Währungsunionen ausgiebig untersucht hat:

► „Die weitere Entwicklung der Euro-Union hin zu einer Transferunion ist so sicher wie das Amen in der Kirche.“⁵⁵⁸

⁵⁵² In diesem Sinne etwa Becker und Fuest (2017, Odysseus-Komplex), S. 211-214.

⁵⁵³ Sinn (2015, Euro), S. 7.

⁵⁵⁴ Vgl. dazu sehr ausführlich: Sinn (2012, Target-Falle); Sinn (2015, Euro).

⁵⁵⁵ Klare Anreize dafür sieht die entsprechende Analyse von: Woo und Vamvakidis (2012, Game theory). Auch eine ökonometrische Studie von Bagnai et al. (2017, Italy), sieht im Fall Italiens klare Vorteile eines EMU-Austritts.

⁵⁵⁶ Aus spieltheoretischer Sicht entspricht diese „nukleare Option“ dem glaubwürdigen Aufbau eines „game of chicken“; vgl. dazu bereits grundlegend: oben, Kap. 6.3. Auch Woo und Vamvakidis (2012, Game theory), S. 8, betonen: „...this could have important ramifications on the dynamics of the current negotiations between the core countries and some of the peripheral countries.“

⁵⁵⁷ Vgl. dazu grundsätzlich: King (2016, Alchemy), S. 232-233.

⁵⁵⁸ Berthold (2017, Euro-Kritiker).

Die neuen Vorschläge des französischen Präsidenten Macron, wie auch aktuelle Diskussionsbeiträge und Strategie-Papiere der EU-Kommission, gehen bei näherer Betrachtung alleamt in diese Richtung.⁵⁵⁹ Noch wichtiger: Die vormalige schwarz-rote Bundesregierung schien, in enger Abstimmung mit Macron's Beraterstab, für diesen Weg prinzipiell bereit zu sein.⁵⁶⁰

Als Folge der Neuauflage der schwarz-roten „GroKo“ in Deutschland, diesmal mit klar **europafreundlicher Ausrichtung**, dürften diese Ansätze im politischen „Spielfeld“ der EMU wohl noch stärker zum Tragen kommen. Eine **beschleunigte Hinwendung zu Grundelementen einer Transferunion** ist somit, sogar mit deutscher Unterstützung, durchaus wahrscheinlich.⁵⁶¹

Auch Herdegen (2018) sieht die Gefährlichkeit dieser Tendenzen und urteilt kritisch:⁵⁶²

- ▶ „Die Vorschläge von Präsident Macron und die etwas bescheideneren Vorstellungen der Europäischen Kommission zielen auf einen **weichen, aber radikalen Systemwechsel in der Wirtschafts- und Währungsunion.**“ Und weiter:
- ▶ „**Alle diese Reformen beflügeln den ‘Moral Hazard’ – Solidarität als Anreiz für unsolidarisches Risikoverhalten.**“

Grundsätzlich steht die EMU-Politik somit 2018 vor einem **echten Dilemma**: Sofern die EMU und der Euro tatsächlich langfristig gestärkt und erhalten werden sollen, sind **substan-**

tielle Reformen oder „Umbauten“ der zugrundeliegenden Architektur dringend erforderlich. Gleichzeitig ist jedoch der politische Wille, mancherorts auch die politische Handlungsfreiheit, zur Umsetzung derartiger Schritte spürbar gesunken. Und auch die monetäre Unterstützung der EMU durch eine freigiebige EZB wird 2018 deutlich geringer.⁵⁶³

Dies lässt aus heutiger Sicht allenfalls einen sehr **schleppenden Reformprozess** erwarten, der in seinen Ergebnissen deutlich hinter den eigentlichen Anforderungen zurückbleiben wird. Speziell aus deutscher Sicht ist nur schwer vorstellbar, wie den deutschen Wählern und Steuerzahlern der Einstieg in das System einer Transferunion „verkauft“ werden soll, das:

- erneut die wichtigsten Versprechungen bei Gründung der EMU **verletzen**,
- bisherige Ängste und Erfahrungen vieler Bürger seit der Euro-Krise **bestätigen**,
- Fehlverhalten und Reformverweigerung anderer EMU-Länder faktisch **belohnen**,
- substantielle Transfer-Zahlungen „an die EMU“ dauerhaft **festschreiben**,
- potentiell existenzbedrohende Bürgschafts- und Haftungssummen **implizieren**, und somit
- ein Land wie Deutschland unübersehbaren künftigen Finanzrisiken **aussetzen** würde.

⁵⁵⁹ Vgl. dazu ausführlich bereits: oben, Kap. 2.5-2.6 sowie Kap. 5.

⁵⁶⁰ So zumindest einige Äußerungen aus dem SPD-geführten Außenministerium, aber auch die Einschätzung namhafter Experten auf dem „2. FERI Science Talk“ am 5. Oktober 2017; vgl. dazu: www.feri-institut.de und https://www.feri-institut.de/media/1627/fcfi_sciencetalk-201710.pdf.

⁵⁶¹ Darauf deuten zumindest aktuell bekannte Verlautbarungen und Zielsetzungen aus deutschen Regierungskreisen, vgl. etwa: Handelsblatt (2018, Plan). Vgl. dazu auch bereits: oben, Kap. 2.6.

⁵⁶² Herdegen (2018), Richtung, (Hervorhebungen durch Verfasser).

⁵⁶³ Vgl. zu diesem Dilemma bereits oben, Kap. 5.3 und 6.2; sowie: Rapp (2017, Herausforderungen). Analog auch: Rogoff (2018, Krise), S. 19.

Zur inhaltlichen Dimension und Bedeutung solcher Überlegungen stellen Becker/Fuest (2017) mit erfrischender Deutlichkeit fest:

- ▶ „In diesem Fall sollte man das Kind beim Namen nennen; es geht dann um nichts anderes als dauerhafte Transfers vom Norden in den Süden der Eurozone.“⁵⁶⁴

Sinn (2016) ist noch skeptischer und vermutet für den Fall einer Transferunion:

- ▶ „Das würde ganz sicherlich nicht funktionieren, weil die Umverteilung so hohe Zentrifugalkräfte auslösen würde, dass das Europäische Gebäude durch die Erschütterungen zum Einsturz kommen würde.“⁵⁶⁵

Am wahrscheinlichsten ist deshalb vorerst ein Szenario, in dem *de facto* erste Schritte in Richtung gezielter **Finanzierungs- und Haftungsverbände** vollzogen werden, durch die sowohl bestehende Altlasten als auch künftige Risiken neu verteilt oder „sozialisiert“ werden. In diesem Sinne konzipiert auch Sinn (2016):

- ▶ „Viele EU-Politiker bemühen in diesen Tagen die Versicherungsidee, wenn es um den Ausgleich von Lasten in der Eurokrise geht.“⁵⁶⁶

Beispiele dafür könnten der Umbau des ESM in eine neue „Europäische Fiskalkapazität“, eine kollektive Absicherung des Europäischen Bankenrettungsfonds sowie (vielleicht) auch die Umsetzung einzelner Varianten von „Euro-Bonds“ (etwa nach dem Muster der „ESBies“) sein.⁵⁶⁷

- ▶ Aus Sicht vieler politischer Entscheidungsträger der EMU hätten solche Konstrukte sehr klare, um nicht zu sagen „**unwiderstehliche**“ Vorteile: Individuelle Verschuldungsgrenzen könnten erhöht und Bonitätsvorteile eines größeren Haftungsverbands genutzt und „beliehen“ werden; gleichzeitig würden **signifikante Haftungs- und Risikotransfers** auf „breitere Schultern“ erzielt.

- ▶ Da gleichzeitig (zumindest in der Anfangszeit) **keine echten Geldzahlungen** stattfinden, sondern lediglich abstrakte Werte wie „Bonität“ und „Haftung“ innerhalb der EMU umverteilt würden, scheinen derartige Ideen prädestiniert für die weitere Diskussion in der EMU: stets im Vertrauen darauf, dass viele Bürger „echte“ Zahlungsströme (Kosten) heute und „erwartbare“ Zahlungsströme (Risiken) in der Zukunft **ungleich bewerten** (oder letztere gar nicht erst als Problem zur Kenntnis nehmen).

Es steht jedoch außer Frage, dass keines der Grundprobleme der EMU durch derartige Konzepte auch nur ansatzweise gelöst werden könnte. Stattdessen würden **neue gravierende Fehlanreize** im EMU-System etabliert.

Dies würde mit hoher Wahrscheinlichkeit einer erneuten **unsoliden Ausweitung** von staatlicher oder privater Verschuldung deutlich Vorschub leisten, also letztlich eines der Grundprobleme der EMU nochmals weiter verstärken.

Sollte hingegen ein **weitergehender Einstieg** in eine Transferunion geplant werden, etwa unter dem Deckmantel einer „Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion“ (vulgo: „**Fiskalunion**“), so würde sich die Risikobetrachtung speziell aus deutscher Sicht nochmals deutlich verschärfen. Durch ein echtes Transfersystem innerhalb der EMU würden sich **neue pathologische Anreizstrukturen** bilden, die der eigentlichen Zielsetzung diametral zuwiderlaufen.

- ▶ Analog stellen Becker/Fuest (2017) dazu kritisch fest: „Zudem haben Ausgleichssysteme ungünstige Wirkungen auf die Anreize der Mitgliedsstaaten.“⁵⁶⁸

Das Hauptproblem sind dabei **dynamische Anreizwirkungen**, insbesondere für die schwächeren Mitgliedsländer: Zwar könnten die Probleme einzelner Länder (z.B. Italien) durch Konzepte mit Solidarhaftung temporär durchaus gemildert werden. Dennoch werden derartige Probleme im

⁵⁶⁴ Becker und Fuest (2017, Odysseus-Komplex), S. 215.

⁵⁶⁵ Sinn (2016, Juni), S. 309.

⁵⁶⁶ Sinn (2016, Juni), S. 309.

⁵⁶⁷ Vgl. zu den genannten Punkten ausführlich bereits: oben, Kap. 5.6. Erkennbar in diese Richtung zielen auch die neuen Vorschläge von CEPR (2018, Approach).

⁵⁶⁸ Becker und Fuest (2017, Odysseus-Komplex), S. 216.

Zeitablauf **eher größer**, als Folge der dynamischen Anreizstrukturen. Dabei gilt:

- Für ein „schwaches“ Land wird es immer lohnend sein, weiter als „Trittbrettfahrer“ zu agieren, sobald eine „kostenlose“ Versicherungslösung bereit steht, anstatt selbst schwierige und politisch riskante Reformen durchzuführen.⁵⁶⁹

Somit würden Anreize zur ökonomischen Anpassung und zur eigenverantwortlichen Bereinigung ökonomischer und institutioneller „Bruchlinien“ durch das Prinzip einer Transferunion letztlich nur **weiter reduziert**. Das in vielen Bereichen der EMU von Beginn an vorliegende Grundproblem, eine **ungenügende Beachtung des Prinzips von Haftung und Eigenverantwortlichkeit**, würde in einer Transferunion also keinesfalls bereinigt, sondern im Gegenteil **verstärkt und perpetuiert**.⁵⁷⁰

Wie Becker/Fuest (2017) bemerken, ist schon heute „...*das Verhältnis zwischen Kontrolle und Haftung in der Eurozone fundamental gestört und, darüber hinaus, in vielen Fällen unklar.*“⁵⁷¹

Das Phänomen **pathologischer Anreizstrukturen** in einer Transferunion hat sogar noch weitaus größere Konsequenzen, denn es würde auch die **zukünftige Struktur und Zusammensetzung** des EMU-Systems unmittelbar beeinflussen. Becker/Fuest (2017) geben zu bedenken:

- „Ein Transfersystem innerhalb der Eurozone schafft, was Ökonomen **adverse Selektion** nennen: Potenzielle Geberländer wie Dänemark oder Schweden verlieren jegliches Interesse, designierte Geberländer wie die Niederlande und Finnland ziehen sich zurück, designierte Nehmerländer drängen in die Währungsunion.“⁵⁷²

6.5 Risikoszenarien und Risiko-Indikatoren

„In theory, there is a myriad of possible types of breakup of the Eurozone...“⁵⁷³

Im Rahmen der vorangegangenen Ausführungen wurden die grundsätzlichen Probleme, Bruchlinien und Reformfordernisse des EMU-Systems aus unterschiedlichen Perspektiven dargestellt. Daraus wurden plausible **Handlungspfade und Szenarien** abgeleitet, anhand derer sich **mutmaßliche Entwicklungslinien**, aber auch **erkennbare Risiken** für den weiteren Bestand der EMU skizzieren lassen.

- Dabei wurde klar: Um das Risiko eines möglichen „Bruchs“ der Euro-Zone objektiv und rational einschätzen zu können, braucht es wesentlich mehr als nur eine ökonomische Analyse der zugrundeliegenden Daten und Ungleichgewichte.

- Von zentraler Bedeutung ist eine **umfassende Betrachtungsweise**, die auch die politischen, institutionellen und spieltheoretischen Motive, Anreize und Restriktionen, sowie die daraus potentiell resultierenden Handlungspfade und Gestaltungsmöglichkeiten der wichtigsten „*stakeholder*“ der EMU, ganzheitlich berücksichtigt und vernetzt analysiert.

Dieser Anspruch erfordert einen **speziellen Analyseprozess**, der über rein ökonomische Fragestellungen und Modellrechnungen deutlich hinausgeht. Da die EMU von Beginn an als „politisches Projekt“ aufgesetzt und verstanden wurde, müssen vor allem auch die **politischen Ziele und Ambitionen** im Umfeld der EMU integraler Teil einer solchen Analyse sein (vgl. Abb. 24).

⁵⁶⁹ Vgl. dazu die bereits dargestellten Anreize und daraus resultierende „Spielzüge“ und Strategeme, die in einem „EMU-Spiel“ (je nach Spielplan) durchaus zu erwarten sind, oben: Kap. 6.3-6.4.

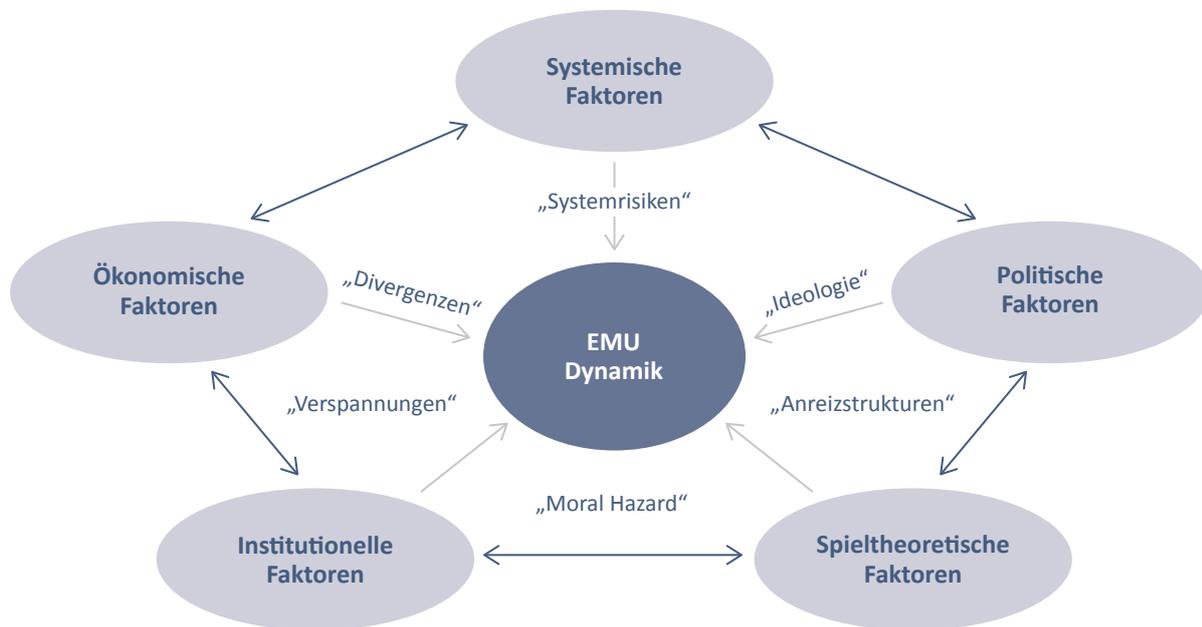
⁵⁷⁰ Unter anderem aus diesem Grund zielen die Reformansätze von CEPR (2018, Approach) ganz bewusst auf eine **Begrenzung negativer Anreizsysteme**, eine **Stärkung von Prinzipien der Eigenverantwortung** und eine **Wiederherstellung von Elementen finanzmarktorientierter Disziplinierung**. Ziel ist nach Ansicht der Autoren dabei eine „*Versöhnung von Marktdisziplin und Risikoteilung*“.

⁵⁷¹ Becker und Fuest (2017, Odysseus-Komplex), S. 124.

⁵⁷² Becker und Fuest (2017, Odysseus-Komplex), S. 216 (Hervorhebung durch Verfasser).

⁵⁷³ Nordvig (2014, Breakup), S. 9.

Abb. 24: Wichtige Einflussfaktoren auf EMU-Risikoszenarien



Quelle: FERI Cognitive Finance Institute, 2018

Entsprechend diesem Grundverständnis lassen sich dann plausible **Verlaufs- und Risikoszenarien** skizzieren, um sowohl das „worst case“-Risiko eines „Euro Break Up“ als auch anders gelagerte (mögliche oder absehbare) Fehlentwicklungen der EMU besser einschätzen zu können. Die wichtigsten dieser Szenarien wurden bereits an anderer Stelle kurz dargestellt.⁵⁷⁴

An dieser Stelle kommt auch die Frage nach sinnvollen **Risiko-Indikatoren** ins Spiel, mit deren Hilfe sich idealerweise gravierende Fehlentwicklungen, akute Verschärfungen oder mögliche Szenariowechsel frühzeitig erkennen und verfolgen lassen könnten. (Besonders bedrohlich wäre offensichtlich ein **schleichender oder abrupter Übergang** von Szenario 2 zu Szenario 3 oder gar Szenario 5.) Ein Beispiel für solche Risiko-Indikatoren ist der proprietäre „FERI Euro Break Up-

Indikator“, der insbesondere die laufenden Erwartungen und Risikoeinschätzungen für EMU-Staatsanleihen berücksichtigt (vgl. Abb. 25).

In modifizierter Ausprägung kann dieser Indikator noch um andere Aspekte ergänzt werden: Dazu zählen etwa das Niveau und die laufende Dynamik **spezieller TARGET-Salden**, aber auch **politische Risikoparameter** wie etwa die Wahlchancen EU-kritischer Parteien in exponierten EMU-Ländern.⁵⁷⁵

Das aktuelle Bild des *Euro Break Up-Indikators* ist derzeit – nach einer kurzen Phase des Risikoanstiegs im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahlen (April und Mai 2017) – **relativ entspannt**. Dies entspricht auch der „gefühlten“ Risikowahrnehmung innerhalb der EMU, wo vor dem Hintergrund anhaltender, massiver und weitgehend unkontingierter EZB-Unterstützung derzeit kein Anlass zu Sorge oder gar Defaitismus verspürt wird.

⁵⁷⁴ Vgl. dazu: oben, Kap. 6.2, Abb. 22.

⁵⁷⁵ Vgl. dazu ausführlich: unten, Kap. 6.8, insbesondere Abb. 27.

Abb. 25: FERI Euro Break Up-Indikator



FERI Euro Break Up-Indikator: Der FERI Euro Break Up-Risikoindikator basiert auf am Kapitalmarkt geforderten Risikoprämien und den dadurch ausgedrückten Risikoerwartungen der Marktteilnehmer. Speziell die Risikozuschläge 5-jähriger Staatsanleihen diverser EMU-Ländern gegenüber den als „sicher“ wahrgenommenen deutschen Staatsanleihen ermöglichen die Ableitung einer entsprechenden mittelfristigen Risikoerwartung zum Bestand des Euro.

Quelle: FERI, 2018

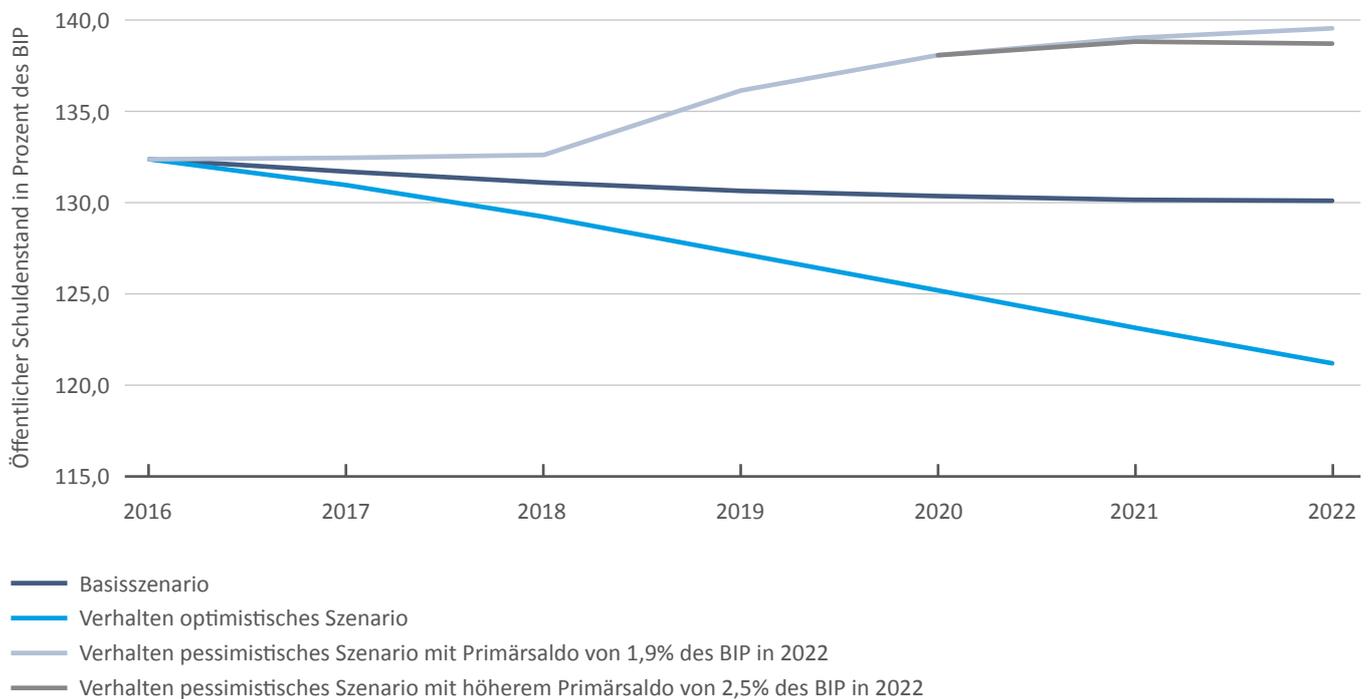
Auch die Finanzmärkte folgen derzeit diesem freundlichen Szenario, das stark durch die beiden Eckpunkte „EZB-Hilfen“ und „Macron-Optimismus“ definiert wird. Mit Blick auf 2018, und das dann drohende **Auslaufen der EZB-Wertpapierkaufprogramme**, könnte dieses sorglose Bild jedoch deutlich zu optimistisch sein. Auch die EMU-Politik wird wohl, aus bereits dargelegten Gründen, keine so schnellen Reformfortschritte erzielen, wie dies für eine dauerhafte Absicherung und Stabilisierung der EMU-Architektur erforderlich wäre.⁵⁷⁶

Schon jetzt werden erneut **kritische Berechnungen** zur (mangelnden) Tragfähigkeit der Staatsschulden diverser EMU-Länder angestellt: Matthes (2017) führt entsprechende Modellrechnungen für Italien, Spanien und Portugal durch, die ein schlechtes Licht auf eines der dringendsten und **weiterhin ungelösten Kernprobleme der EMU** werfen:⁵⁷⁷ Diese bieten für Länder wie Italien sogar sehr konkreten Grund zur Sorge, wie Abb. 26 deutlich macht:

⁵⁷⁶ Vgl. dazu bereits: oben, Kap. 6.3; analog auch: Rapp (2017, Herausforderungen).

⁵⁷⁷ Matthes (2017, Staatsschulden).

Abb. 26: Szenarien zur Schuldentragfähigkeit von Italien



Quelle: Matthes (2017, Staatsschulden)

Matthes (2017) zieht bei dieser Analyse auch **mögliche politische Veränderungen** ins Kalkül:

► „Populistische Parteien könnten an die Regierung kommen und den Sparkurs aufkündigen, sodass ohne hinreichende Primärüberschüsse die Schuldentragfähigkeit nicht mehr gewährleistet wäre. (...) In den beiden letztgenannten Fällen ist zudem mit einem Anstieg der Risikoprämien zu rechnen, was die Situation noch weiter verschärfen würde.“⁵⁷⁸

Ergänzend betont Matthes (2017):

► „So könnte eine hohe Nervosität am Finanzmarkt auch ohne tiefere Krisen zu sich selbsterfüllenden Prophezeiungen führen, indem Risikoprämien auf Staatsanleihen so stark steigen (...), dass die Schuldentragfähigkeit gefähr-

det wird. Ein solches „schlechtes“ Gleichgewicht ist denkbar, obwohl sich die Staatsschuldenquoten auch in dem eher pessimistischen Szenario wieder stabilisieren.“⁵⁷⁹

Im Rahmen seiner **grundlegenden Kritik an paradoxen Mechanismen und fehlerhaften Institutionen der EMU** zieht auch Nobelpreisträger Stiglitz (2016) das nüchterne Fazit:

► „Wahrscheinlich erwartet uns in nicht allzu ferner Zukunft die nächste Episode der Eurokrise.“⁵⁸⁰

Diese grundsätzlichen Überlegungen machen deutlich, dass das Risikoszenario eines „Euro Break Up“ aus heutiger Sicht **keinesfalls auszuschließen** ist.

⁵⁷⁸ Matthes (2017, Staatsschulden), S. 16.

⁵⁷⁹ Matthes (2017, Staatsschulden), S. 16.

⁵⁸⁰ Stiglitz (2016, Europa), S. 27.

Dennoch liegen, trotz klar erkennbarer – und oftmals weiter ansteigender – Risiken, derzeit nur wenige „harte“ Indikationen für ein solches Szenario vor:

- ▶ Abgeleitet aus den vorangegangenen Ausführungen kann somit bis auf weiteres nur eine begrenzte Wahrscheinlichkeit für ein echtes „Euro Break Up-Szenario“, also den plötzlichen Zerfall oder eruptiven „Bruch“ des EMU-Systems unterstellt werden.
- ▶ Deutlich wahrscheinlicher ist nach wie vor der – mehr oder weniger geordnete – Übergang in ein System einer „Europäischen Transferunion“, das weitgehend synonym zum Konzept einer „Europäischen Fiskalunion“ stehen dürfte.
- ▶ Doch auch das Szenario einer „Europäischen Transferunion“ besitzt aus heutiger Sicht langfristig nur begrenzte Plausibilität. Ein solcher Verlaufspfad würde, über den Umweg zunehmend als ungerecht und unsinnig empfundener Vermögenstransfers, die strukturellen Spannungen im EMU-System wohl ebenfalls erhöhen.
- ▶ Eine spätere Mutation und Eskalation – vom Szenario einer „Europäischen Transferunion“ in ein „Euro Break Up“-Szenario – bleibt also nicht nur vorstellbar, sondern dürfte im Laufe der Zeit sogar deutlich an Wahrscheinlichkeit gewinnen.

Investoren sollten sich deshalb genauestens mit den zugrundeliegenden **Fragestellungen** sowie **Struktur und potentieller Dynamik** der entsprechenden „EMU-Risiken“ vertraut machen. Die nachfolgenden Ausführungen versuchen, diesem Ziel näherzukommen.

KURZVERSION – Zukunftsrisiko Euro Break Up, die komplette Studie ist online abrufbar unter www.feri-institut.de/media-center/studien/

⁵⁸¹ Stelter (2015, Euro).

7 Fazit

Mit Blick auf das europäische Prestigeprojekt „EMU“ gab der große Denker, Staatsmann und Philosoph Ralf Dahrendorf schon 1995 folgendes, sehr nachdenklich stimmende Urteil ab:

► „Die Währungsunion ist ein großer Irrtum, ein abenteuerliches, waghalsiges und verfehltes Ziel, das Europa nicht eint, sondern spaltet.“⁶³⁹

Diese Aussage zeugt von bemerkenswerter Klarheit und tiefer Einsicht in die **inneren Widersprüche** einer Europäischen Währungsunion; sie ist zugleich aber auch ein seltenes Beispiel für den Mut, **unbequeme Wahrheiten** mit voller Überzeugung öffentlich zu äußern.

Die von Dahrendorf (1995) vorhergesehene **„Spaltung“ Europas durch den Euro** kann heute, speziell nach der ökonomischen und politischen Nahtod-Erfahrung der „Euro-Krise“, als ebenso **weitsichtiges** wie **zutreffendes Bild** interpretiert werden.

Stellvertretend für viele resümiert aus heutiger Sicht Sinn (2016):

► „... der Euro und die mit ihm bis heute verbundenen politischen Maßnahmen haben sich nicht als Friedens- und Integrationswerk, sondern als Krisentreiber und Herd des Unfriedens gezeigt.“⁶⁴⁰

In gleicher Weise beklagt auch Nobelpreisträger Stiglitz (2016):

► „Der Euro hat keines seiner beiden wichtigsten Ziele – Wohlstand und politische Integration – erreicht: Diese Ziele liegen heute in weiterer Ferne als vor der Gründung der Eurozone. Statt in Frieden und Eintracht zu leben, begegnen sich die Länder Europas heute mit Misstrauen und Wut.“⁶⁴¹

Obwohl Dahrendorfs weitsichtige Analyse sich in der europäischen Realität zunehmend als richtig erweist, findet ein kritischer Diskurs – oder gar eine offene Diskussion – zu den **Grundproblemen** und möglichen **Zukunftsrisiken** der EMU heute kaum noch statt:

► Der von Dahrendorf gezeigte Mut, „politisch nicht korrekte“ Aussagen zum Status und der möglichen Zukunft des „Projekts EWWU“ zu treffen, ist heute kaum noch vorhanden.

► Zahlreiche renommierte Kritiker der EMU – aus Wissenschaft, Politik oder Wirtschaft – wurden im politisch-medialen „Mainstream“ marginalisiert, kritische Sachargumente durch oftmals naive „Pro Europa“-Parolen neutralisiert.⁶⁴²

Sinn (2016) konstatiert frustriert:

► „Die Politiker in Europa (...) treffen Entscheidungen, von denen sie glauben oder glauben machen möchten, sie würden den Einigungsprozess voranbringen. Das Gegenteil tritt ein. Und doch korrigiert kaum jemand den beschrittenen Weg. Fast will es scheinen, als könne niemand mehr dazulernen.“⁶⁴³

⁶³⁹ Dahrendorf (1995, Korb), S. 28 (Hervorhebung durch Verfasser). Alternative Nachweise bei Sinn (2012, Target-Falle), S. 31; sowie bei Becker und Fuest (2017, Odysseus-Komplex), S. 32.

⁶⁴⁰ Sinn (2016, Juni), S. 18.

⁶⁴¹ Stiglitz (2016, Europa), S. 35.

⁶⁴² Zu den prominenten Kritikern zählen etwa die Ökonomie-Professoren Sinn, Lucke, Hankel, Starbatty, Nölling, Ohr und Vaubel. Andere Kritiker, die teilweise auch Verfassungsklagen gegen die EMU erhoben, sind der Rechtswissenschaftler Schachtschneider, der Bundestagsabgeordnete und Jurist Gauweiler oder die ehemaligen Top-Manager Spethmann und Henkel. Eine kritische Bestandsaufnahme dazu findet sich bei: Plickert (2017, Euro-Kritiker).

⁶⁴³ Sinn (2016, Juni), S. 18.

Offensichtlich befindet sich heute, rund 18 Jahre seit Gründung, die Europäische Währungsunion – und damit ein erheblicher Teil des europäischen Kontinents – in einer **schwierigen Situation**:

- ▶ Die zahlreichen **Geburtsfehler, Divergenzen und Bruchlinien der EMU** wurden im Laufe der letzten Jahre nicht kleiner, sondern entwickelten vielfach **enorme Sprengkraft**, die jedoch teilweise verdeckt wird und (noch) nicht immer offen zutage tritt.⁶⁴⁴
- ▶ Der Ausbruch der Euro-Krise im Jahr 2010 hat diesen kritischen Befund nicht nur nachdrücklich bestätigt, sondern – auf dem Umweg über zahlreiche „Rettungspakete“ – vielfach noch weiter verstärkt.⁶⁴⁵

Viele grundsätzliche Überlegungen im Rahmen dieser Analyse lassen darauf schließen, dass die EMU und der Euro in ihrer derzeitigen Form **weder stabil noch dauerhaft überlebensfähig** sind. Einschneidende Reformen und fundamentale Änderungen von Architektur und Statik der EMU wären erforderlich, um diese Ansprüche tatsächlich zu erfüllen und abzusichern.

Wie die Analyse in vielen Punkten deutlich macht, wurde jedoch – trotz wohlfeiler Lippenbekenntnisse – bisher nur wenig Grundlegendes unternommen. Architektur und Statik der EMU waren von Beginn an fehlerhaft und erscheinen heute in zahlreichen Punkten **extrem fragil**, die **politische und ökonomische Divergenz** in Kerneuropa schreitet voran, und der Reformeifer erschöpft sich in wolkigen Thesen zur „Neugründung Europas“.⁶⁴⁶

- ▶ Entsprechend liegt seit der Euro-Krise die gesamte **Last einer EMU-Stabilisierung** bei der EZB, die sich zu einer immer **abenteuerlicheren „Geld“-Politik** gezwungen sieht und deren Warnrufe an die Politik oft nur als rhetorische Inszenierung belächelt werden.
- ▶ Der Ausgang der **deutschen Bundestagswahl**, mit Neuaufgabe der unbeliebten „Großen Koalition“ und zugleich deutlich **aktiverer politischer Opposition**, erzeugt zwar vorerst Unsicherheit, könnte jedoch die politische Reform-, Handlungs- und Gestaltungsfähigkeit der EMU erhöhen und so die EMU insgesamt stabilisieren.
- ▶ Schon sehr bald muss sich jedoch zeigen, ob „die Politik“ die **grundlegenden Probleme** der EMU tatsächlich erkennt und diese sowohl glaubwürdig als auch inhaltlich sinnvoll und **langfristig tragfähig** adressieren kann. Nach allen bisherigen Erfahrungen scheinen Zweifel hier durchaus angebracht

Vor dem Hintergrund dieses **komplexen und extrem vielschichtigen Problemhintergrunds** besteht das Ziel dieser Ausarbeitung primär darin, ein „ungeschminktes“ und realistisches Bild der heutigen EMU zu zeichnen. Aufbauend auf einer genauen Analyse der politischen und ökonomischen Vorgeschichte wurden zunächst die zentralen Probleme und **„Bruchlinien“ der EMU** identifiziert.

Daran anschließend wurden aktuell vorhandene, vor allem aber zukünftige, **latent zunehmende Risiken der EMU** herausgearbeitet und – soweit absehbar – hinsichtlich ihrer wichtigsten Konsequenzen und möglichen toxischen „*feedback*-Effekte“ erörtert. Auch die unklare und **ambivalente Rolle der EZB**, einerseits als „Garant des Euro“, andererseits als „Bremser von Reformen“, wurde ausführlich problematisiert. Ein weiterer

⁶⁴⁴ Vgl. dazu ausführlich: oben, Kap. 3 und 4.

⁶⁴⁵ Zu den hier nur angedeuteten „neuen“ Risiken vgl. ausführlich: oben, Kap. 5 und 6.

⁶⁴⁶ Vgl. dazu, unter Bezug auf den neuen französischen Staatspräsidenten Emmanuel Macron, insbesondere: oben, Kap. 2.5 sowie 5.6 und 5.7.

wichtiger Aspekt lag in der Analyse **inhärenter Anreizprobleme** und **spieltheoretisch motivierter Verhaltensrisiken** (*Moral Hazard*) innerhalb der EMU.⁶⁴⁷

Die aus dieser Analyse resultierenden Ergebnisse und Schlussfolgerungen sind in vielen Punkten ernüchternd und sollten als **klare Warnung vor Sorglosigkeit** im Hinblick auf Euro und EMU dienen. Trotz des aktuell eher ruhigen Erscheinungsbilds der EMU (primär von der EZB mit neu gedrucktem Geld „erkauft“) und aktuell „frischen Windes“ für das deutsch-französische Tandem sollten die **Risiken einer anhaltenden Erosion und/oder erneuten Krise der EMU** weiterhin sehr ernst genommen werden.

Die Ausarbeitung geht explizit auf derartige Risiken ein und beschreibt diese anhand **spezifischer Risikoszenarien**. Die Analyse zieht daraus den Schluss, dass eine zwangsweise Umwandlung der EMU in eine „**fragile Transferunion**“ das vorerst **wahrscheinlichste Szenario** darstellt:

- ▶ Aus Sicht wirtschaftlich starker EMU-Mitglieder wie Deutschland würde dies sowohl eine signifikante **Erhöhung der „Mitgliedskosten“** (über implizite oder explizite Finanztransfers) als auch eine deutliche **Zunahme latenter Zukunftsrisiken** bedeuten (über implizite oder explizite Haftungsrisiken sowie latent steigende „Break Up“-Kosten).
- ▶ Trotz zahlreicher **komplexer Fehlanreize** und **pathologischer Moral Hazard-Effekte** könnte ein solches System noch für einige Zeit scheinbar funktionieren; dies jedoch nur bei **laufend erhöhten „Systemkosten“** und mit dem **latentem Risiko** eines später folgenden finalen „Break Up“.⁶⁴⁸

Folgerichtig geht die Analyse unter dem Stichwort „**Euro Break Up**“ ausführlich auch auf das „**Worst Case**“-**Risikoszenario** eines „Zerfalls“ der EMU ein. Die Wahrscheinlichkeit für den Eintritt eines solchen Szenarios scheint zwar vorerst noch begrenzt. Dennoch – und dies ist wichtig – deuten zahlreiche **dynamisch wirkende System-Variablen und pathologische Anreiz-Mechanismen** in Richtung einer **stetigen Zunahme dieser Wahrscheinlichkeit** in der Zukunft.⁶⁴⁹

Ein späterer (abrupter oder schleichender) **Übergang** aus dem „Transferunion“-Szenario in ein „Break Up“-Szenario erscheint vor dem vorliegenden Hintergrund nicht unrealistisch. Interessant sind in diesem Kontext die **Erfahrungen aus früheren Währungsunionen**, die vielfach durch den Austritt „kleiner“, aber ökonomisch starker Mitgliedsländer beendet wurden. Vergleichbare Szenarien würden für die EMU eine **erhöhte Austrittswahrscheinlichkeit** von Ländern wie Finnland, Österreich oder den Niederlanden implizieren.⁶⁵⁰

Die Untersuchung kommt zudem zu der Erkenntnis, dass die **impliziten Kosten** eines möglichen „Euro Break Up“ in den letzten Jahren **signifikant gestiegen** sein dürften, nicht zuletzt durch die **missbräuchliche und systemgefährdende Ausweitung der sogenannten TARGET-Salden**.⁶⁵¹

Paradoxerweise könnte genau dieses Phänomen dazu führen, dass die EMU länger existieren kann, als eigentlich zu vermuten wäre. Die Aussicht auf **prohibitiv hohe oder sogar ruinöse „Break Up-Kosten“** wäre für jeden Politiker ein Motiv, um zumindest diejenigen Minimum-Schritte vorzunehmen, die einen „Break Up“ gerade noch verhindern können.⁶⁵²

⁶⁴⁷ Vgl. zu den letztgenannten Aspekten insbesondere: oben, Kap. 6.3.

⁶⁴⁸ Vgl. dazu ausführlich: oben, Kap. 6. In diese Richtung geht auch die Analyse von Berthold (2017, Euro-Kritiker), der glaubt, dass die Währungsunion trotz aller Spannungen vorerst Bestand haben wird: „*Sie ist primär ein politisches Projekt. Der politische Druck ist so groß, dass man damit in den nächsten Jahrzehnten leben muss.*“

⁶⁴⁹ Vgl. dazu insbesondere: oben, Kap. 6.5 bis 6.7.

⁶⁵⁰ Vgl. dazu insbesondere: oben, Kap. 6.5 und 6.6. Es ist bemerkenswert, dass weder diese Analogie noch die daraus resultierenden Überlegungen bisher in EMU-Risikoszenarien thematisiert wurden.

⁶⁵¹ Vgl. dazu insbesondere: oben, Kap. 4.5 sowie 6.1 bis 6.7.

⁶⁵² Zyniker könnten dazu bemerken, dass genau das die Strategie von EZB-Chef Draghi war, als er eine erneute massive Ausweitung der TARGET-Salden mehr als nur billigend in Kauf nahm.

Aus Sicht von Investoren und Vermögensinhabern, an die diese Analyse sich primär richtet, besteht mit Blick auf die EMU und die Zukunftsfähigkeit des Euro weiterhin ein **unübersichtliches und schwer prognostizierbares Bild**.

Dennoch sollten die möglichen **Zukunftsrisiken der EMU**, die sowohl das Szenario einer „Transferunion“ als auch eines „Euro Break Up“ umfassen, sehr ernst genommen, überwacht und laufend bewertet werden. Die Analyse gibt dazu entsprechende Hilfestellungen, sowohl in Form **spezifischer Risikoindikatoren** als auch möglicher **szenariospezifischer Handlungsoptionen**.

Zusammenfassend resultiert für die EMU ein **anhaltend skeptisches Bild**, das Optimismus oder gar blindes Vertrauen in ihre Zukunft kaum rechtfertigen kann.

- ▶ Sinn (2014) stellt dazu fest: *„Gerade beim Euro sehen wir also: Die Politik kann nicht auf Dauer gegen die ökonomischen Gesetze funktionieren.“*⁶⁵³

Dennoch ist und bleibt die EMU ein **zutiefst politisches Spielfeld**, und deshalb gilt auch:

- ▶ *„Der Euro ist mehr als nur eine Währung. Er ist ein politisches und wirtschaftliches Projekt.“*⁶⁵⁴

Folglich wird sich die Zukunft der EMU und des Euro im **ständigen Wettstreit oder sogar existenziellen Konflikt** zwischen den mächtigen **Gesetzen der Ökonomie** und einem ebenso machtvollen **Gestaltungsanspruch der Politik** entscheiden. Zur Vorsicht sollte mahnen, dass in der Vergangenheit fast immer die Ökonomie diesen Kampf gewonnen hat.⁶⁵⁵

Dem kritischen Fazit von Stiglitz (2016) ist deshalb nichts hinzuzufügen:

- ▶ *„Heute ist klar, dass die Eurozone und der Euro – sowohl die Struktur als auch die Politik – tiefgreifend reformiert werden müssen, wenn das europäische Projekt gerettet werden soll.“*⁶⁵⁶

⁶⁵³ Sinn (2014, Gefangen), S. 16.

⁶⁵⁴ EU-Kommission (2015, Wirtschafts- und Währungsunion), S. 4.

⁶⁵⁵ Schlagende Beispiele für diese These sind etwa der Zusammenbruch der ehemaligen Sowjetunion 1989 oder der zwangsweise Austritt des britischen Pfunds aus dem EWS 1992.

⁶⁵⁶ Stiglitz (2016, Europa), S. 21.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Dieser Text dient nur zu Informationszwecken. Er stellt keine Anlageberatung und auch keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung hat auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater zu erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Information.

Potentielle Investoren sollten sich informieren und adäquaten Rat einholen bezüglich rechtlicher und steuerlicher Vorschriften sowie Devisenbestimmungen in den Ländern ihrer Staatsbürgerschaft, ihres Wohnorts oder ihres Aufenthaltsorts, die möglicherweise für die Zeichnung, den Kauf, das Halten, das Tauschen, die Rückgabe oder die Veräußerung jeglicher Investments relevant sein könnten.

Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Information wird keine Gewähr übernommen.

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Jede weitere Verwendung, insbesondere der gesamte oder auszugsweise Nachdruck oder die nicht nur private Weitergabe an Dritte ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von FERl gestattet. Die nicht autorisierte Einstellung auf öffentlichen Internetseiten, Portalen oder anderen sozialen Medien ist ebenfalls untersagt und kann rechtliche Konsequenzen nach sich ziehen.

Die angeführten Meinungen sind aktuelle Meinungen, mit Stand des in diesen Unterlagen aufgeführten Datums.



Erkenntnisse der Cognitive Finance
ISSN 2567-4927

FERI Cognitive Finance Institute
Eine Forschungsinitiative der FERI AG
Haus am Park
Rathausplatz 8 – 10
61348 Bad Homburg v.d.H.
T +49 (0)6172 916-3631
finanzsystem@feri-institut.de
www.feri-institut.de

