

In einer Rede an der Goethe-Universität Frankfurt am 7. April und in einem Beitrag für Project Syndicate, der am 9. April von *the Guardian* online gestellt wurde, hat US-Investor George Soros von Deutschland verlangt, Eurobonds zu akzeptieren oder die Eurozone zu verlassen. In seiner Replik weist Hans-Werner Sinn diese Forderung zurück.

George Soros*

Wie man die Europäische Union vor der Eurokrise retten kann**

Die Eurokrise hat die Europäische Union schon jetzt von einer freiwilligen Assoziation gleichberechtigter Staaten in eine Gläubiger-Schuldner-Beziehung verwandelt, aus der es so leicht kein Entkommen gibt. Die Gläubiger drohen hohe Summen zu verlieren, sollte ein Mitgliedstaat die Union verlassen, doch die Schuldner werden einer Politik unterworfen, die die Depression, in der sie sich befinden, vertieft, ihre Schuldenlast verschlimmert und ihre untergeordnete Position zum Dauerzustand macht. Infolgedessen droht die Krise nun, die Europäische Union zu zerstören. Dies wäre eine Tragödie von historischem Ausmaß, die nur mittels deutscher Führung verhindert werden kann.

Die Ursachen der Krise lassen sich nur richtig verstehen, wenn man sich den fatalen Fehler des Euro bewusst macht: Durch Schaffung einer unabhängigen Zentralbank verschuldeten sich die Mitgliedstaaten in einer Währung, die sich nicht kontrollieren lässt. Anfangs behandelten Behörden wie Marktteilnehmer alle Staatsanleihen als risikolos, was einen Fehlanreiz für die Banken schuf, sich in großem Umfang mit schwächeren Anleihen einzudecken.

Als dann während der Griechenlandkrise das Schreckgespenst eines Zahlungsausfalls drohte, reagierten die Finanzmärkte vehement und degradierten alle schwer verschuldeten Euroländer auf den Status von in Fremdwährungen überschuldeten Dritte-Welt-Ländern. In der Folge wurden

diese Länder so behandelt, als wären sie allein für ihr Unglück verantwortlich, ohne dass der strukturelle Defekt des Euro behoben wurde.

Hat man dies erst einmal verstanden, bietet sich die Lösung praktisch von selbst an. Sie lässt sich in einem Wort zusammenfassen: Eurobonds.

Würde man jenen Ländern, die den neuen EU-Fiskalpakt einhalten, gestatten, alle ihre Staatsanleihen in Eurobonds umzuwandeln, wäre die positive Wirkung kaum weniger als wunderbar. Die Gefahr von Zahlungsausfällen würde verschwinden, und dasselbe gilt für die Risikoauflschläge. Die Bilanzen der Banken würden einen unmittelbaren Schub erhalten, und Gleiches gilt für die Haushalte der schwer verschuldeten Länder.

Italien etwa würde bis zu 4% seines BIP sparen; es hätte damit einen Haushaltsüberschuss, und steuerliche Impulse würden die Austerität ersetzen. Seine Konjunktur würde daher anziehen, und seine Schuldenquote würde sinken. Die meisten der scheinbar unlösbaren Probleme würden sich in Luft auflösen, so, als erwache man aus einem Alptraum.

Eurobonds würden Deutschlands Bonität nicht schaden

Gemäß dem Fiskalpakt dürften die Mitgliedstaaten neue Eurobonds nur ausgeben, um fällig werdende zu ersetzen; nach fünf Jahren hätte man die ausstehenden Verbindlichkeiten so allmählich auf 60% vom BIP zurückgeführt. Falls ein Mitgliedsland zusätzliche Schulden machte, könnte es Kredite hierfür nur in seinem eigenen Namen aufnehmen. Zugestanden, der Fiskalpakt bedarf einiger Änderungen, um zu gewährleisten, dass die Strafen für Regelverstöße automatisch und zeit-

* George Soros ist Präsident der Investmentfirma Soros Fund Management und der Open Society Foundations.

** Übersetzung von Project Syndicate, Abdruck mit freundlicher Erlaubnis von Project Syndicate.

nah erfolgen und nicht zu schwer sind, um glaubwürdig zu sein. Doch ein strikterer Fiskalpakt würde das Ausfallrisiko praktisch beseitigen.

Deshalb würden Eurobonds Deutschlands Kreditrating nicht ruinieren. Im Gegenteil: Im Vergleich zu den Anleihen der USA, Großbritanniens und Japans stünden sie gut da.

Eurobonds sind sicher kein Allheilmittel. Der von Eurobonds ausgehende Schub reicht möglicherweise nicht aus; vielleicht bedarf es zusätzlicher steuer- bzw. geldpolitischer Impulse. Aber das wäre ein Luxusproblem. Bedenklicher ist, dass Eurobonds die Unterschiede bei der Wettbewerbsfähigkeit nicht beseitigen würden. Einzelne Länder müssten nach wie vor Strukturreformen durchführen. Zudem würde die EU eine Bankenunion brauchen, um in jedem Land Kredite zu gleichen Bedingungen verfügbar zu machen. (Die Rettung Zyperns verschärft diese Notwendigkeit, indem sie das Wettbewerbsumfeld weiter verzerrt.) Doch wenn Deutschland Eurobonds akzeptierte, würde das die politische Atmosphäre völlig verändern und die nötigen Reformen erleichtern.

Unglücklicherweise lehnt Deutschland Eurobonds weiterhin entschieden ab. Seit Bundeskanzlerin Angela Merkel ihr Veto gegen diese Idee äußerte, wurde darüber noch nicht einmal nachgedacht. Der deutschen Öffentlichkeit ist nicht bewusst, dass die Zustimmung zu Eurobonds viel weniger riskant und teuer wäre, als weiterhin nur das Minimum zu tun, um den Euro zu bewahren.

Deutschland hat das Recht, Eurobonds abzulehnen. Aber es hat kein Recht, die schwer verschuldeten Länder zu hindern, ihrem Elend zu entgehen, indem sie sich zusammenschließen und Eurobonds ausgeben. Falls Deutschland keine Eurobonds will, sollte es in Betracht ziehen, den Euro zu verlassen. Überraschenderweise würden Eurobonds, die von einer Eurozone ohne Deutschland ausgegeben würden, im Vergleich zu US-amerikanischen, britischen und japanischen Anleihen *immer noch* gut dastehen.

Der Grund ist einfach. Da alle bestehenden Schulden auf Euro lauten, ist entscheidend, welches Land den Euro verlässt. Bei einem Ausstieg Deutschlands würde der Euro abwerten. Die Schuldnerländer würden ihre Wettbewerbsfähigkeit zurückgewinnen. Ihre Schulden würden sich real verringern, und mit der Ausgabe von Eurobonds würde die Gefahr von Zahlungsausfällen verschwinden. Die Schuldenstände dieser Länder wären damit plötzlich zu bewältigen.

Zugleich würden die größten Lasten der Anpassung auf die Länder entfallen, die den Euro verlassen. Ihre Exporte würden an Wettbewerbsfähigkeit verlieren, und sie würden auf ihren Heimatmärkten auf starke Konkurrenz aus der Rumpf-

Eurozone treffen. Sie müssten zudem Verluste bei ihren auf Euro lautenden Forderungen und Kapitalanlagen hinnehmen.

Deutschland sollte Eurobonds akzeptieren – oder die Eurozone verlassen

Wenn im Gegensatz dazu Italien die Eurozone verlasse, würde seine auf Euro lautende Schuldenlast untragbar und müsste restrukturiert werden. Dies würde das globale Finanzsystem ins Chaos stürzen. Falls also jemand den Euro verlässt, sollte es Deutschland sein, nicht Italien.

Es spricht viel dafür, dass Deutschland sich entscheiden sollte, ob es Eurobonds akzeptiert oder die Eurozone verlässt, doch welche Alternative für das Land besser ist, ist weniger offensichtlich. Nur die deutschen Wähler sind qualifiziert, das zu entscheiden.

Würde man in Deutschland heute ein Referendum abhalten, würden die Anhänger eines Ausstiegs aus der Eurozone zweifellos gewinnen. Intensiveres Nachdenken jedoch könnte dazu führen, dass die Menschen ihre Meinung ändern. Sie würden entdecken, dass die Kosten der Autorisierung von Eurobonds für Deutschland stark übertrieben und die Kosten eines Euroausstiegs untertrieben wurden.

Das Problem ist, dass Deutschland bisher nicht gezwungen war, eine Entscheidung zu treffen. Es kann weiter lediglich das Minimum tun, um den Euro zu bewahren. Dies ist eindeutig Merkels bevorzugte Alternative, zumindest bis nach der nächsten Wahl.

Europa wäre unendlich viel besser dran, wenn Deutschland eine endgültige Entscheidung zwischen Eurobonds und einem Ausstieg aus der Eurozone trafe, egal, wofür es sich entschied. Und tatsächlich stünde auch Deutschland dann besser da. Die Lage verschlechtert sich und wird langfristig zwangsläufig unhaltbar werden. Ein ungeordnetes Auseinanderbrechen, das zu gegenseitigen Schuldzuweisungen und offen stehenden Forderungen führt, würde Europa in einem schlechteren Zustand hinterlassen, als es zu Beginn des kühnen Experiments der Einigung war. Das ist sicher nicht in Deutschlands Interesse.

Hans-Werner Sinn

Deutschland raus aus dem Euro?*

Letzten Sommer drängte George Soros Deutschland mit dem Slogan »Lead or leave!«, dem permanenten Stabilitätsmechanismus ESM zuzustimmen. Jetzt blufft er, Deutschland müsse aus dem Euro aussteigen, wenn es die Eurobonds weiterhin blockiere. Er spielt mit dem Feuer, denn genau das erwägt die »Alternative für Deutschland«, die neue Partei aus der Mitte der Gesellschaft, die gerade in Deutschland gegründet wurde.

Die Stunde der Entscheidungen naht. Zypern ist nach der Konkursverschleppung zugunsten ausgewählter Bankengläubiger mit ELA-Krediten der EZB schon fast aus dem Euro raus, und mit Beppo Grillo und Silvio Berlusconi haben bei der letzten italienischen Wahl zwei euroskeptische Parteien 55% der Stimmen bekommen. Allzu lange werden es die Griechen und Spanier, deren Jugendarbeitslosigkeit bei 60% liegt, nicht mehr aushalten. Die Unabhängigkeitsbewegung in Katalonien gewann so viel Kraft, dass ein führender General erklärte, er würde die Armee schicken, falls Barcelona ein Referendum über den Austritt abhalten möchte. Frankreich hat große Wettbewerbsprobleme und ist außerstande, den frisch beschlossenen Fiskalpakt einzuhalten. Portugal braucht ein neues Rettungsprogramm, und Slowenien könnte bald auch unter den Rettungsschirm schlüpfen.

Viele Investoren reden wie Soros. Sie wollen Eurobonds, damit sie sich aus dem Staube machen können. Die Staatengemeinschaft soll ihnen die toxischen Staatspapiere der südlichen Länder mit dem Erlös aus dem Verkauf der Eurobonds abkaufen, damit sie ihr Geld in Sicherheit bringen können. Schon heute werden die Steuerzahler zur Entsorgung von Schrottpapieren missbraucht. Immerhin haben von ihnen abgesicherte Institutionen wie die EZB und die Rettungsschirme für 1,2 Billionen Euro Kredite gewährt.

Wenn Soros Recht hätte und Deutschland zwischen Eurobonds und dem Austritt aus dem Euro wählen müsste, dann würden sicherlich sehr viele Deutsche den Austritt aus dem Euro vorziehen. Die neue deutsche Partei erhielte sehr viel Zulauf, und die Stimmung würde kippen. Auch der Euro wäre dann am Ende, denn seine wesentliche Aufgabe bestand ja gerade darin, die Dominanz der Geldpolitik der Bundesbank zu brechen.

Aber Soros hat nicht Recht. Zunächst einmal gibt es keine rechtliche Basis für sein Verlangen. Der Maastrichter Vertrag schließt mit Artikel 125 AEUV die Vergemeinschaftung von Staatsschulden sogar ausdrücklich aus.

Vor allem aber verkennt Soros die wahre Natur der Krise. Europa leidet nur vordergründig unter einer Finanzkrise.

Der Kern der Krise liegt im Verlust der Wettbewerbsfähigkeit der südlichen Länder. Diese Länder kamen durch den Euro zu billigem Kredit und finanzierten damit Lohnsteigerungen, die durch die Produktivität nicht gedeckt waren. Das hat ihre Preise explodieren lassen und sie der Wettbewerbsfähigkeit beraubt. Den Lebensstandard mit künstlich verbilligten Krediten der Staatengemeinschaft aufrechtzuerhalten hieße nur, die fehlende Wettbewerbsfähigkeit zu zementieren und im Süden eine »Holländische Krankheit« zu erzeugen. Es würden Gläubiger-Schuldner-Verhältnisse zwischen den Staaten der Eurozone aufgebaut, die nichts als Hass und Zwietracht erzeugen würden.

Um wieder wettbewerbsfähig zu werden, müssen die Länder des Südens die Preisschraube zurückdrehen, und die Länder des Nordens müssen stärker inflationieren. Eurobonds würden genau dies verhindern, denn die relativen Güterpreise im Norden lassen sich nur dann erhöhen, wenn die Sparer des Nordens ihr Geld zuhause investieren, anstatt es unter dem Geleitschutz der Eurobonds in den Süden zu schicken.

Gegenüber dem Durchschnitt müssen Länder wie Griechenland, Portugal oder Spanien um 20% bis 30% billiger werden, und Deutschland muss gegenüber dem Durchschnitt um 20% teurer werden. Sicher, träte Deutschland aus dem Euroverbund aus, würde dem Süden der Weg zur Wettbewerbsfähigkeit erleichtert, weil der Resteuro dann abwerten würde, aber die Grundproblematik bliebe für die Krisenländer bestehen, solange die anderen wettbewerbsfähigen Länder im Euro bleiben. Spanien zum Beispiel müsste seine Preise dann immer noch um etwa 22% bis 24% gegenüber dem Durchschnitt des um Deutschland verringerten Resteurogebiets verringern. So gesehen kommen die Krisenländer in einem Währungsverbund mit anderen Ländern um eine Rosskur ohnehin nicht herum. Die können sie nur vermeiden, wenn sie selbst austreten und abwerten, aber das wollen sie bislang nicht.

Es wäre im Übrigen auch politisch ein großer Fehler, wenn Deutschland aus dem Euro austräte, denn dann würde der Rhein als Grenze zwischen Frankreich und Deutschland wieder neu befestigt. Die deutsch-französische Aussöhnung, das große Projekt der Nachkriegszeit, wäre gefährdet.

So bleibt also nur ein Kurs der knappen Budgetbeschränkungen für die Eurozone, so unangenehm er für manche Länder ist. Nach Jahren lockeren Kreditgeldes muss der Weg zum Boden der Wirklichkeit zurück gefunden werden. Wenn ein Land Pleite ist, dann muss es seinen Gläubigern erklären, dass es die Kredite nicht mehr zurückzahlen kann. Spekulanten sollten sich daran gewöhnen, dass sie für die Konsequenzen von Fehlentscheidungen einstehen müssen und nicht immer nach dem Geld der Steuerzahler rufen können, wenn ihre Investments notleidend werden.

* Auch erschienen in *Die Presse*, 28. April 2013, S. 43.

George Soros

Antwort auf Deutschland raus aus dem Euro von Hans-Werner Sinn*

Hans-Werner Sinn hat meine Argumentation bewusst verzerrt und vernebelt. Ich habe argumentiert, dass der gegenwärtige Integrationszustand der Eurozone nicht ausreicht: Der Euro wird nur funktionieren, wenn der Großteil der nationalen Schulden durch Eurobonds finanziert und das Bankensystem durch Institutionen reguliert wird, die gleiche Wettbewerbsbedingungen innerhalb der Eurozone schaffen.

Wenn man zuließe, dass der Großteil der nationalen Schulden in Eurobonds umgewandelt würde, würde das Wunder wirken. Es würde die Schaffung einer wirksamen Bankenunion stark vereinfachen und den Mitgliedstaaten ermöglichen, ihre jeweiligen Strukturreformen in einem hierfür günstigeren Umfeld umzusetzen. Länder, die es versäumten, die notwendigen Reformen umzusetzen, würden sich dauerhaft in Inseln der Armut und der Abhängigkeit verwandeln, ähnlich wie heute in Italien der Mezzogiorno.

Wenn Deutschland und andere Gläubigerländer nicht bereit sind, die mit Eurobonds verbundenen Eventualverpflichtungen zu übernehmen, so wie dies heute der Fall ist, sollten sie beiseitretreten, den Euro im gütlichen Einvernehmen verlassen und der übrigen Eurozone gestatten, Eurobonds auszugeben. Derartige Anleihen stünden im Vergleich zu Anleihen aus Ländern wie den USA, Großbritannien und Japan gut da, weil der Euro abwerten, die geschrumpfte Eurozone sogar gegenüber Deutschland wettbewerbsfähig werden und ihre Schuldenlast aufgrund ihres sich einstellenden wirtschaftlichen Wachstums abnehmen würde.

Allerdings wäre Deutschland schlecht beraten, den Euro zu verlassen. Die Verbindlichkeiten, die es durch die Zustimmung zu Eurobonds übernehmen würde, würden nur bei einem Zahlungsausfall anfallen – und die Wahrscheinlichkeit, dass es hierzu kommt, würde durch die Einführung von Eurobonds beseitigt. Deutschland würde sogar von der Erholung der sogenannten Peripherieländer profitieren. Verließe Deutschland dagegen die Eurozone, hätte es eine überbewertete Währung und würde Verluste bei seinen auf Euro lautenden Vermögenswerten erleiden.

Doch egal, ob Deutschland Eurobonds zustimmt oder den Euro verlässt: Beides wäre unendlich viel besser als der gegenwärtige Stand der Dinge. Die gegenwärtigen Regelungen erlauben es Deutschland, seine eng gefassten nationalen Interessen zu verfolgen, aber drücken die Eurozone

als Ganze in eine anhaltende Depression, die auch Deutschland in Mitleidenschaft ziehen wird.

Deutschland propagiert eine Reduzierung der Haushaltsdefizite und verfolgt zugleich eine orthodoxe Geldpolitik, die allein darauf abzielt, die Inflation zu kontrollieren. Dies führt zu fallenden Bruttoinlandsprodukten und steigenden Schuldenquoten und schadet den schwer verschuldeten Ländern, die hohe Risikoaufschläge zahlen – höhere als Länder mit besserem Kredit-Rating –, weil es bewirkt, dass die Schulden der erstgenannten Länder nicht mehr zu bewältigen sind. Von Zeit zu Zeit müssen diese Länder gerettet werden, und Deutschland tut dann immer, was es tun muss, um den Euro zu retten – aber eben nicht mehr. Und sobald die Krise wieder nachlässt, beginnt die deutsche Führung, die gemachten Versprechungen abzuschwächen. Die von Deutschland propagierte Sparpolitik verstetigt so die Krise, die Deutschland das Sagen über die Politik eingetragen hat.

Japan, das sich bisher an die von Deutschland propagierte geldpolitische Doktrin gehalten hat, erlebt seit nunmehr 25 Jahren eine Stagnation, trotz gelegentlicher fiskalischer Impulse. Es hat nun die Seiten gewechselt und sich einer quantitativen Lockerung nie dagewesenen Ausmaßes verschrieben. Europa ist dabei, einen Weg einzuschlagen, dem Japan verzweifelt zu entfliehen sucht. Und während Japan als Land lange vereinigt ist und daher ein Vierteljahrhundert der Stagnation überleben konnte, ist die Europäische Union ein unvollendeter Bund souveräner Staaten, der einem ähnlichen Erlebnis kaum widerstehen dürfte.

Man kommt um den Schluss nicht herum, dass die aktuelle Politik fehlgeleitet ist. Sie dient nicht einmal den engen nationalen Interessen Deutschlands, weil die Ergebnisse politisch und menschlich unerträglich sind; irgendwann werden die Menschen sie nicht mehr hinnehmen. Es besteht eine echte Gefahr, dass der Euro die EU zerstören und ein vor Ressentiments und unbeglichenen Forderungen überschäumendes Europa hinterlassen wird. Diese Gefahr mag nicht unmittelbar drohen, doch je später sie eintritt, desto schlimmer werden die Folgen sein. Dies ist nicht in Deutschlands Interesse.

Sinn weicht dieser Argumentation aus, indem er behauptet, es gäbe keine gesetzliche Grundlage, Deutschland zu zwingen, sich zwischen Eurobonds und einem Austritt aus dem Euro zu entscheiden. Er legt nahe, dass wenn überhaupt die südlichen Länder den Euro verlassen sollten, was dann zu einer Abwertung ihrer Währungen führen würde. Dies würde in die Katastrophe münden. Diese Länder könnten dann ihre Schulden nicht mehr bedienen, was eine globale Finanzkrise auslösen würde, deren Beherrschung die Fähigkeiten der zuständigen Stellen möglicherweise übersteigen würde.

* Übersetzung von Project Syndicate. Abdruck mit freundlicher Erlaubnis von Project Syndicate.

Die schwer verschuldeten Länder müssen die wachsende Unzufriedenheit ihrer Bürger in konstruktivere Bahnen lenken, indem sie sich zusammenschließen und Deutschland auffordern, sich zu entscheiden. Die neu gebildete italienische Regierung ist gut aufgestellt, eine derartige Anstrengung anzuführen. Wie ich gezeigt habe, wäre Italien unendlich viel besser dran, egal, wofür sich Deutschland entscheidet. Und wenn Deutschland nicht darauf reagierte, hätte es die Verantwortung für die Folgen zu tragen.

Ich bin mir sicher, dass Deutschland nicht für den Zusammenbruch der EU verantwortlich sein möchte. Deutschland hat nicht danach gestrebt, Europa zu beherrschen, und ist nicht bereit, die mit einer derartigen Position einhergehenden Verantwortlichkeiten und Eventualverpflichtungen zu übernehmen. Dies ist einer der Gründe für die aktuelle Krise. Doch so oder so: Deutschland wurde in eine Führungsposition geworfen. Europa würde von einem wohlwollenden Hegemon profitieren. Und Deutschland auch.

Hans-Werner Sinn

Eine Antwort auf George Soros*

Deutschland wird keine Eurobonds akzeptieren. Der Ausschluss jeglicher Schuldensozialisierung war Deutschlands Bedingung für die Aufgabe der D-Mark bei den Verhandlungen zum Maastrichter Vertrag (Artikel 125 AEUV). Das Bundesverfassungsgericht hat angedeutet, dass Deutschland eine Volksabstimmung bräuchte, um Eurobonds einzuführen. Der Bundestag hat nicht das Recht, solch eine Entscheidung zu treffen, weil sie die verfassungsmäßigen Grundlagen der Bundesrepublik Deutschland verändern würde. Die Volksabstimmung würde auch keine Mehrheit für Eurobonds bringen, es sei denn sie wäre mit der Gründung eines europäischen Staates verbunden, gegen den sich Frankreich immer gewehrt hat. Angela Merkel, die mit hoher Wahrscheinlichkeit im September wiedergewählt wird, hat erklärt, dass Eurobonds in ihrem Leben nicht kommen werden. George Soros weiß das alles. Wenn er dennoch fordert, Deutschland solle zwischen Eurobonds und dem Austritt wählen, dann fordert er faktisch das Ende des Euro.

Selbst wenn Deutschland austräte, hätten die südlichen Länder immer noch ein erhebliches Wettbewerbsproblem im Vergleich zu den anderen verbleibenden nördlichen Ländern, und der Prozess der realen Abwertung durch Austeritätsprogramme bliebe ihnen nicht erspart. George Soros spielt das Wettbewerbsproblem herunter und konzentriert sich ganz auf die Krise an den Finanzmärkten. Die Beruhigung der Finanzmärkte durch öffentliche Garantien für Investoren löst das Wettbewerbsproblem aber nicht, im Gegenteil: es stärkt den Außenwert des Euro und verschlimmert das Wettbewerbsproblem nur noch.

Es ist freilich wahrscheinlich, dass Deutschlands Austritt die Austritte der anderen Länder des früheren D-Mark-Blocks provozieren würde (Niederlande, Österreich, Finnland und vielleicht Belgien). Als Frankreich im Jahr 1993 vorschlug, Deutschland solle aus dem Europäischen Währungssystem, dem Vorläufer des Euro, austreten, erklärten Belgien und die Niederlande sofort, dass sie dann auch austreten würden, und Frankreich zog seinen Vorschlag zurück. Daher ist davon auszugehen, dass ein deutscher Austritt die Spaltung des Euro in einen nördlichen und einen südlichen Euro zur Folge haben würde. Die Frage wäre dann nur, welchem der beiden Währungsgebiete sich Frankreich anschließen würde.

Dessen ungeachtet ist der Vorschlag von George Soros, eine Untergruppe der Euroländer möge sich zur Emission

* Auch erschienen unter dem Titel »Die Argumente von George Soros stehen nicht« in der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung*, 8. Mai 2013, S. 10.

eigener Eurobonds zusammenschließen, nicht schlecht. Jedes Land sollte sich frei fühlen, einen Euroraum der zwei Geschwindigkeiten einzuführen, wenn es darin Vorteile sieht. Ob das freilich zu einer Verbesserung des Ratings der Staatspapiere führen würde, wage ich zu bezweifeln.

George Soros' Anschuldigung, Deutschland betreibe eine Austeritätspolitik, ist unfair. Die Austerität, also der Zwang zum Maßhalten, kommt von den Märkten, nicht von jenen Ländern, die die Mittel zur Minderung der Austerität zur Verfügung stellen. Bis zum heutigen Tage hat die Staatengemeinschaft einschließlich der EZB den GIPSIC-Ländern 1,185 Billionen Euro an Rettungskrediten gewährt (707 Mrd. Euro Target-Schulden abzüglich der Forderungen aus einer unterproportionalen Ausgabe von Banknoten, 349 Mrd. intergouvernementale Rettungskredite, einschließlich der IWF-Kredite, und 128 Mrd. Euro Käufe von Staatspapieren der GIPSIC-Länder durch die Notenbanken der Nicht-GIPSIC-Länder; siehe www.cesifo.org). Dabei sind die unbegrenzten Garantien der EZB für die Staatspapiere Südeuropas im Rahmen des OMT-Programms, die zu Lasten der Steuerzahler der bislang noch gesunden Länder Europas abgegeben wurden, noch nicht gerechnet. Sollte der Euro zerbrechen und die GIPSIC-Länder in Konkurs gehen, würde Deutschland 545 Mrd. Euro verlieren, also fast die Hälfte der genannten Summe, denn die Bundesbank hat die meisten der Nettozahlungen zugunsten der GIPSIC-Länder geleistet, die durch die Target-Forderungen gemessen werden. Von allen Ländern, die sich an der Rettung der Krisenländer des Euroraums beteiligen, trägt Deutschland bei weitem den größten Beitrag, und es mildert die von den Märkten verlangte Austerität der Südländer stärker als jedes andere helfende Land.

George Soros unterschätzt die Risiken, die eine Schuldensozialisierung für die Eurozone bedeuten würden. Als Alexander Hamilton, der erste amerikanische Finanzminister, im Jahr 1791 die Schulden der Einzelstaaten sozialisierte, indem er sie dem Bund zuschlug, glaubte er, er habe das neue Staatenbündnis »mit Zement« verstärkt. Indes regte die Schuldensozialisierung die Einzelstaaten an, sich immer mehr zu verschulden. Es entstand eine Kreditblase, die 1838 platzte und bis 1842 die meisten amerikanischen Staaten in den Konkurs trieb. Nichts als Zwietracht und Streit war die Folge.

Die Eurokrise entstand, weil die Investoren die Risiken eines Engagements in Südeuropa unterschätzten und deshalb zu viel Kapital dorthin schickten, was zu einer inflationären Kreditblase führte und die Südländer ihrer Wettbewerbsfähigkeit beraubte. Eurobonds würden diese Unterschätzung der Risiken nur noch institutionalisieren und damit verhindern, dass die Märkte ihren Fehler korrigieren. Sie würden lockere Budgetbeschränkungen und riesige politische Moral-Hazard-

Effekte implizieren, die zur Zerstörung des europäischen Modells führen würden.

Soros sagt, Länder, die nach der Einführung der Eurobonds die notwendigen Reformen versäumen, würden sich in eine dauerhafte Armut und Abhängigkeit begeben, ähnlich wie der italienische Mezzogiorno. Das wäre in der Tat so. Angesichts der billigen Kreditquellen würde es eine Reihe von Ländern dieser Art geben. Sie würden sich zu einer Art Mezzogiorno oder auch zu einer Art neuer Bundesländer entwickeln und dauerhaft unter der »holländischen Krankheit« leiden und hätten damit eine chronische Arbeitslosigkeit und ein zu geringes wirtschaftliches Leistungsniveau bei einem akzeptablen, freilich teilweise von anderen Ländern finanzierten Lebensstandard.

Soros behauptet, Deutschland werde nach einem Austritt unter der Aufwertung seiner Währung leiden. Das stimmt nicht. Zum einen ist Deutschland zurzeit im Euro unterbewertet und würde deshalb über den sogenannten Terms-of-Trade-Effekt von einer begrenzten Aufwertung nur profitieren. Der Vorteil billigerer Importe würde den Nachteil einer etwas schlechteren Exportkonjunktur mehr als aufwiegen. Zum anderen könnte die Bundesbank eine exzessive Aufwertung jederzeit verhindern, indem sie, ähnlich wie es die Schweizer Notenbank tat, eigene Währung gegen ausländische Wertpapiere verkauft. Deutschland ginge es dann wesentlich besser als heute, weil es statt bloßer Target-Forderungen echte marktfähige und gut verzinsliche Wertpapiere akkumulieren würde. Ich betone aber von neuem, dass Deutschland dennoch nicht aus dem Euro austreten sollte, weil der Euro ein zentrales europäisches Integrationsprojekt ist und nach der Lösung der derzeitigen Krise potenziell nützliche Wirkungen für den innereuropäischen Handel haben könnte.

Soros behauptet, dass ein Austritt der Südländer deren externes Schuldenproblem verschlimmern würde. Das Gegenteil ist der Fall. Natürlich würde ein Austritt nebst der nachfolgenden Abwertung die Schulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erhöhen, doch würde eine reale Abwertung durch Deflation im Euroverbund genau dieselbe Wirkung haben. Wenn man die Eurozone nicht inflationieren will, lässt sich die Wettbewerbsfähigkeit der Südländer nur durch eine offene Abwertung nach einem Austritt oder durch eine interne Abwertung durch Preissenkungen erreichen, und das wiederum ist der einzige Weg, die Leistungsbilanzüberschüsse strukturell zu verbessern und die Schulden auf geordnete Weise zurückzuzahlen. So gesehen ist ein temporärer Anstieg der Schulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gar nicht vermeidbar, wenn ein Land Schulden tilgen und wieder auf ein tragfähiges Schuldenniveau kommen will.

Nach meiner Meinung sollten wir allerdings etwas mehr Inflation im Norden der Eurozone akzeptieren, um auf diese

Weise einen Beitrag zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit des Südens zu leisten. Wenn wir jedoch die Ersparnisse des Nordens auf dem Wege über Eurobonds wieder in den Süden leiten würden, wo sie eigentlich nicht hinwollen, dann würden wir genau das Gegenteil erreichen, denn wir würden den deutschen Bauboom wieder zerstören, der gerade dabei ist, auf dem Wege über einen Rückgang der Arbeitslosigkeit zu höheren Lohnforderungen zu führen und insofern potenziell auch eine gewisse Inflation in Deutschland hervorbringen könnte.

Soros erwähnt Italien. Ich sehe nicht, warum Italien den Euroraum verlassen sollte und warum es »unendlich besser« stünde, wenn stattdessen Deutschland austräte. Italien hat ein sehr geringes Niveau an Außenschulden und eine sehr wettbewerbsfähige Wirtschaft im Norden. Gemäß der Studie von Goldman Sachs, die ich zitiert hatte, benötigt es gegenüber dem Durchschnitt der Eurozone nur eine Abwertung von maximal 10%. Das lässt sich bewerkstelligen. Wenn es wirklich stimmen würde, dass Deutschland durch einen Austritt wirtschaftliche Leiden würde, dann würde auch Italien leiden, weil Italien und Deutschland durch industrielle Vorleistungsketten auf das Engste miteinander verflochten sind. Die zwei Länder sind eher Komplemente als Substitute.

George Soros weist auf Japans erfolglose Versuche hin, seine Probleme durch eine Austeritätspolitik nach deutschem Muster zu lösen, und er warnt davor, das japanische Experiment zu wiederholen. Aber Japan hat nun wahrlich keine Austeritätspolitik betrieben, nachdem sein Bankensystem im Jahr 1997 kollabierte. Die BoJ hat die Zinsen seitdem stets fast bei null gehalten, und die Staatsschulden wuchsen in Relation zum BIP von 99% im Jahr 1996 auf 237% im Jahr 2012, weil Japan ein exzessives keynesianisches Deficit Spending betrieb. Davon abgesehen ließe sich die Wirkungslosigkeit einer Austeritätspolitik in einem Land mit flexiblem Wechselkurs ohnehin nicht auf ein Land innerhalb einer Währungsunion übertragen. Während der flexible Wechselkurs jeden Versuch, die Wettbewerbsfähigkeit durch eine Deflation zu stärken, kompensieren würde, wirkt eine Deflation in einer Währungsunion Wunder, wie das irische Beispiel gezeigt hat. Die irische Wirtschaft hat ihr Preisniveau seit 2006 relativ zum Rest der Eurozone um 15% gesenkt, und es gelang ihr, sich auf diese Weise zu retten.

Ein letztes Wort: George Soros sagte, ich hätte sein Argument »verzerrt und vernebelt«. Wenn das der Fall war, bitte ich um Entschuldigung, denn der öffentliche Diskurs hat keinen Sinn, wenn die Argumente des Gegenübers verzerrt werden. Ich sehe jedoch nicht, wo und in welchem Sinne das der Fall gewesen sein könnte.