



Präsidentin der Europäischen Zentralbank: Christine Lagarde / picture alliance

Europäische Zentralbank

Faustischer Pakt: Die Entgrenzung der modernen Geldpolitik

Die EZB kommt ihrem vertragsgemäßen Auftrag der Inflationsbekämpfung nicht nach und finanziert die Schulden der Mitgliedstaaten, was die Inflation weiter befeuert. In der Folge gewinnen die Schuldner, und die Sparer verlieren – und die sitzen besonders in Deutschland.

VON ROLAND WÖLLER am 10. Mai 2023 11 min

Deutschland hat ein großes Problem. Die Schuldenuhr tickt, und die Inflation frisst sich in breiter Front in die Geldbörsen der Verbraucher. Das Schreckgespenst einer Stagflation – eine lange Zeit mit hohen Inflationsraten und

wirtschaftlicher Stagnation – scheint real. Was also tun? Was in der realen Welt ein ernstes Problem für Regierungen und Notenbank ist, kann in der Literatur leicht gelöst werden. In Goethes Faust hat der Kaiser kein Geld. Das Reich befindet sich im Niedergang. Mephisto verspricht Abhilfe und macht in der berühmten Papiergeldszene aus wertlosen Papierscheinen kaufkräftiges Geld. („Zu wissen sei es jedem ders begehrt:/ Der Zettel hier ist tausend Kronen wert.“) Und tatsächlich: Dank dem von Mephisto ausgegebenen Papiergeld scheinen alle Probleme gelöst. Die Schulden sind weg, und im ganzen Land blühen Handel, Konsum und Wohlstand.

Natürlich ist Magie im Spiel. Faust steht mit dem Teufel im Bunde. Dies alles ist aber mehr als nur die künstlerische Phantasie Goethes. Der visionäre und hellstichtige Altmeister beschreibt die Krise der anbrechenden Moderne und die Beschleunigung aller Lebensbereiche. Faust ist auch die literarische Blaupause für die Beseitigung von Schulden und Staatskrisen mit Papiergeld. Was hat das mit unserer heutigen Situation, mit wachsender Staatsverschuldung, Inflation und der EZB zu tun?

Am Anfang in Goethes Drama Faust steht ein Pakt. Faust „verkauft“ seine Seele im Jenseits an Mephisto für dauerhafte Momente des Glücks und des Genusses im Diesseits. Solche Teufelspakte sind ein häufiges Motiv in der Literatur. Oskar Wilde lässt in „Das Bildnis des Dorian Gray“ anstelle des Protagonisten ein Porträt – dessen Seele – altern. Der Traum von ewiger Jugend wird allerdings zum Albtraum und endet tödlich. Im übertragenen Sinne kann man von solchen teuflischen Pakten sprechen, wenn Menschen zur Erreichung eines Zieles Bündnisse mit Menschen oder Mächten eingehen, die deren Zielen oder Idealen eigentlich entgegenstehen. Können wir in der Entwicklung der Europäischen Währungsunion und im Euro Parallelen entdecken?

Ziele einer gemeinsamen EU-Währungsunion waren nicht nur idealistischer Natur

Die Idee einer EU-Währungsunion ist alt und reicht in die 80er-Jahre des letzten Jahrhunderts zurück. Richtig Fahrt nahm diese nach der deutschen Wiedervereinigung auf. Wie war die damalige Situation, und was waren die politischen Motive? Deutschlands Macht wuchs nach der Wiedervereinigung und löste bei nicht wenigen europäischen Partnern Vorbehalte und Ängste aus. Der deutsche Wunsch nach Vertrauensbildung und Vollendung der europäischen Integration traf sich mit dem Ziel besonders Frankreichs, die Deutschen fester in die EU einzubinden.

Aber nicht alle postulierten Ziele waren so idealistisch wie sie daherkamen. Frankreich und vielen südlichen EU-Mitgliedstaaten ging es auch darum, die empfundene Dominanz der Deutschen Bundesbank zu schleifen. Ihre strikte Stabilitätsorientierung und restriktive Geldpolitik, die den Deutschen über Jahre eine stabile Mark und inflationsfreies Wachstum beschert hatte, war anderen – allen voran Frankreich – ein Dorn im Auge. Sie mussten bis dato diese Dominanz akzeptieren und mitziehen, was der eigenen Wirtschafts- und Finanzpolitik entgegenstand.

Mit der dritten Stufe der Währungsunion wurde der Euro eingeführt. Die Bundesbank verlor ihre Macht, die Geldpolitik wurde vergemeinschaftet, und die anderen Mitglieder der Eurozone bestimmten künftig im EZB-Rat mit. Deutschland hatte im Maastrichter Vertrag 1992 seine „Stabilitätsseele“ einer strikten Inflationsbekämpfung für die gemeinsame Währung in das große europäische Integrationsprojekt eingebracht. Im Gegenzug verpflichteten sich die anderen Mitgliedsländer mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt auf Grundsätze, die eine niedrige Verschuldung und Preisniveaustabilität gewährleisten sollten.

Das könnte Sie auch interessieren:

- *Begrenzung der Staatsschulden muss eingehalten werden (Roland Koch)*
- *Der schwierige Umgang mit der Rezession (Roland Koch)*
- *Erhöhung des Leitzins ist nicht genug (Heike Lehner)*
- *Wie die EZB Unternehmen erzieht (Heike Lehner)*
- *Inflation: Brandbekämpfung ohne Feuerwehr (Roland Wöller)*
- *EZB-Zinserhöhung: Der Euro funktioniert nicht (Daniel Stelter)*

Die EZB ist unabhängig und vorrangig dem Ziel eines stabilen Preisniveaus verpflichtet. Die Finanzierung von Staatsschulden über die Notenbankdruckerpresse ist untersagt. Da durch eine übermäßige Staatsverschuldung Inflationsgefahren ausgehen, wurden mit den Maastricht-Kriterien – maximal 60% Schuldenstand und 3% Haushaltsdefizit gemessen am BIP – klare Grenzen eingezeichnet. Zudem wurde vertraglich ausgeschlossen, dass Mitgliedstaaten für die Schulden anderer haften.

Die Bundesbank stand bei der Konstruktion der EZB-Systems Pate. Der Kern des „Paktes“ bestand darin, die ökonomischen Vorteile einer gemeinsamen Währung in Form von Wegfall der Transaktionskosten und eines größeren Währungsraumes mit strengen Stabilitätsauflagen für niedrige Inflation und Staatsverschuldung zu verbinden. Was sich anfangs durchaus erfolgreich anließ, droht mittlerweile mit hoher Inflation und stark steigenden Staatsschulden aus dem Ruder zu laufen. Doch was ist schiefgelaufen und vor allem warum?

Unterschiedliche Kulturen prallen aufeinander

Um den Streit und die Auseinandersetzung in der EU über den Euro oder beispielsweise Eurobonds zu verstehen,

lohnt es sich, nicht nur die politischen Positionen anzusehen, sondern man muss auch die unterschiedlichen kulturellen Prägungen und Traditionen kennen, die diesen zugrunde liegen. Deutschland und Frankreich haben unterschiedliche „Stabilitätsseelen“. Sie trennt ein Rheingraben der Stabilitätskulturen, wie Markus Brunnermeier im Buch „Euro“ schreibt. In Deutschland, einem Bundesstaat mit Verfassungsgrundsätzen und ausgefeilten Vorschriften, steht die Regelbindung im Vordergrund. In Frankreich, einem Zentralstaat, dagegen ist Ermessensfreiheit wichtiger. Ausgehend von Heinrich IV. und den Monarchen des *ancien regime* braucht es Flexibilität und Handlungsspielraum, um den Zentralstaat zu stärken.

Da prallen Kulturen aufeinander. Während der ehemalige deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble darauf pochte, dass „wir uns Regeln gegeben haben, die eingehalten werden müssen“, sah es seine damalige französische Amtskollegin völlig anders. Christine Lagarde meinte auf dem Höhepunkt der Eurokrise, dass „wir alle Regeln gebrochen haben, weil wir zusammenhalten und die Eurozone retten wollten“. Während in Deutschland mit dem Haftungsgrundsatz jeder für die Folgen seiner Regelverstöße einstehen muss, halten sich Franzosen an den Grundsatz der Solidarität aus der Tradition der französischen Revolution: Die Stärkeren tragen einen Teil der Lasten der Schwächeren. Dies trifft besonders in Krisen oder bei Schocks zu, bei denen Solvenzprobleme im Vordergrund stehen. Sind Verbindlichkeiten größer als Vermögenswerte, werden Umschuldungen und tiefgreifende Strukturreformen unausweichlich.

Nicht so in Frankreich: Eben weil Vermögenswerte im Zeitablauf stärkeren Schwankungen unterliegen, gilt es, flexibel mit Liquiditätsspritzen Insolvenzen zu verhindern. Der leichtere Weg mit schwerwiegenden Folgen. Ebenso galt (bis vor einiger Zeit jedenfalls) in der generellen Wirtschaftspolitik in Deutschland der Grundsatz: Sparen und Investieren als Voraussetzungen für Wachstum und Wohlstand. Franzosen sehen das anders. Sparen führt zu Verschärfung von Liquiditätsproblemen. Daher gibt man staatsschuldenfinanzierten Ausgabenprogrammen auch den Vorzug.

Heftige Widerstände gegen deutsche „Austeritätspolitik“

Gegen die deutsche „Austeritätspolitik“ gab es dann nicht nur in Frankreich heftige Widerstände. Dieser kulturelle Rheingraben bestimmt die jeweils aktuellen Auseinandersetzungen und sorgt mit gelegentlichen Beben für Turbulenzen in der EU. Dies betrifft besonders die Inflation. Diese findet entgegen landläufigen Erklärungen nicht in Ukraine-Krieg und Corona-Pandemie ihre Ursache. Sie sind zwar Brandbeschleuniger, aber nicht eigentliche Brandursache. Dies lehrt ein Blick in die „Hexenküche“ der Geldtheorie.

Im Zentrum steht die Quantitätsgleichung, die einen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau herstellt. Kurz gesagt führen Geldmengenerhöhungen, die über das Wirtschaftswachstum hinausgehen, früher oder später zu

Inflation. Während im Euroraum die Wirtschaft von 2008 bis 2022 um 27% gestiegen ist, hat sich die Geldmenge (in der weiten Abgrenzung M3) im selben Zeitraum um 75% erhöht. Die Zentralbankgeldmenge (der direkt von der EZB gesteuerte Bargeldumlauf und Guthaben bei der Zentralbank) sogar um mehr als 700%. Ein enormer Geldüberhang, der sich jetzt in einer Inflation entlädt.

Dieser Zusammenhang ist brisant, wird wissenschaftlich kontrovers diskutiert und daher von offizieller Seite bestritten. Selbst wenn man die Geldtheorie außen vor lässt, so sprechen zwei Argumente dafür. Erstens hat die Deutsche Bundesbank genau auf dieser wissenschaftlichen Grundlage der Quantitätstheorie jahrzehntelang Geldpolitik gemacht – mit Erfolg. Und zweitens zeigt die Wirtschaftsgeschichte, dass jedes übermäßige Anwerfen der Notenpresse zu Inflation geführt hat. Schon Kopernikus wusste vor 500 Jahren, „wenn mehr Münzen ausgeprägt werden, als der Zahlungsverkehr benötigt, entstehen dadurch Entwertungen“. Die Eurozone steckt in der Krise. Die Inflationsrate betrug im März 2023 7,4% in Deutschland. Die Kerninflationsrate – ohne Energie und Lebensmittel – 5,8%. Das ist weit entfernt von Preisniveaustabilität.

EZB kommt ihrem Auftrag der Inflationsbekämpfung nicht nach

Doch wie konnte es soweit kommen? Hierzu müssen wir zurück zum Vertrag von Maastricht und den Konstruktionselementen des Euro, die seine Stabilität garantieren sollten. Diese wurden Zug um Zug beseitigt. Dies ist die „diabolische Seite“ des Paktes mit der EZB. Der Stabilitätspakt ist praktisch aufgeweicht – auch Deutschland hält diese nicht ein. Statt 60% Schuldengrenze ist die Eurozone mit 93% BIP verschuldet, und es werden mehr. Geschäftsgrundlage des Euro ist der Haftungsausschluss (No-Bailout). Kein Mitgliedstaat sollte für die Schulden anderer haften. Dieser tragende Grundsatz ist spätestens mit dem Schuldenschnitt Griechenlands 2012 und den 750 Milliarden Coronahilfe der EU 2020 mit gemeinschaftlicher Verschuldung über Bord geworfen.

Das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Notenbank ist faktisch umgangen, weil die EZB mit Milliardenprogrammen Staatsanleihen besonders aus den hochverschuldeten südlichen Krisenländern am Sekundärmarkt kauft. Etwas Besonderes sind die Target-Salden des Eurosystems. Ein elektronisches Verrechnungssystem der Notenbanken des Euroraumes. Deutschland hat Forderungen gegen die anderen Notenbanken in Höhe von 1269 Milliarden. Faktisch ein in Höhe und Laufzeit unbegrenzter Überziehungskredit der Euroländer untereinander. Und dies ohne Sicherheiten. Geld, das normalerweise auf dem Kapitalmarkt beschafft werden musste, kann jetzt einfach selbst elektronisch „gedruckt“ werden.

Im Gegensatz zur Papiergeldszene bei Faust, in dem der Kaiser seine Unterschrift auf Zettel setzt, die mit vergrabenen Schätzen im Boden besichert sind und zum Kauf im eigenen Reich verwendet werden, kann im Eurosystem eine fremde Notenbank faktisch selber unbegrenzt Geld schaffen, bei der Bundesbank anschreiben

lassen und das so geschaffene Geld zum Kauf von Waren in Deutschland verwendet werden. Mephisto hätte seine Freude daran.

Zusammengefasst ist die gegenwärtige Inflation im Euroraum maßgeblich durch eine massive Geldmengenausweitung verursacht. Die EZB kommt ihrem eigentlichen vertragsgemäßen Auftrag der Inflationsbekämpfung nicht oder unzureichend nach und finanziert die Schulden der Mitgliedstaaten, was durch die Nachfrageausweitung die Inflation weiter befeuert.

Schuldner gewinnen und Sparer verlieren

Es stellt sich noch die Frage, wer gewinnt und wer verliert? Die Schuldner gewinnen und die Sparer verlieren. Und die sitzen besonders in Deutschland. Verbraucher – besonders Einkommensschwache – leiden unter hohen Inflationsraten. Eine ungerechte Umverteilung, die weder rechtlich legitimiert noch parlamentarisch kontrolliert ist. Die größten Gewinner sind die hochverschuldeten Staaten der Eurozone: Griechenland, Italien, Portugal, Spanien und Frankreich. Ihr Schuldenberg sinkt real mit zunehmender Inflation. Dies ist die politisch nicht gewollte Transferunion über die Hintertür und zwar ohne Änderung der Verträge.

Bei der künftigen Inflationsbekämpfung sitzt die EZB zwischen allen Stühlen. Erhöht sie die Zinsen, drohen die hochverschuldeten Südländer unter den höheren Schuldzinsen wegzubrechen. Zudem ist die Stabilität des Finanzsystems in Gefahr, da die mit Staatspapieren vollgepumpten Bankbilanzen bei steigenden Zinsen zu Kursverlusten und entsprechenden Abschreibungen führen, die manche in den Ruin treiben können. Abwarten oder gar ein zurück zu niedrigen Zinsen befeuert die Inflation weiter. Die EZB steckt im „Trilemma“, in das sie sich selbst manövriert hat.

Was sind die Aussichten? Wir haben uns voraussichtlich auf ein lange, unangenehme Zeiten der Stagflation mit hohen Inflationsraten und schwacher Wirtschaft einzustellen. Ein Ende ist nicht in Sicht. Dies wird die ohnehin bestehenden politischen Spannungen und Risse in der Eurozone vertiefen. Die Europawahlen 2024 werfen ihre Schatten voraus. Die meisten Medien berichten kaum oder oberflächlich. Auch dies erkannte Goethe klarsichtig, der in seinem Faust Mephisto in Auerbachs Keller angesichts der Feierlaune sagen lässt: „Solang der Wirth nur weiter borgt, sind sie vergnügt und unbesorgt. ... Den Teufel spürt das Völkchen nie, selbst wenn er es am Kragen hätte.“