

## BÜCHER

---

### **Fundierte Kritik an der Währungsunion**

Rezension von: Ashoka Mody,  
Euro Tragedy. A Drama in Nine Acts,  
Oxford University Press, Oxford 2018,  
672 Seiten, gebunden, £ 25,49;  
ISBN 978-0-199-35138-1.

---

Der Euro steht zur Disposition – spätestens in der nächsten Wirtschaftskrise. Soziale Ungleichheit und Unterbeschäftigung sind hoch, die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern sind enorm und werden nicht kleiner, Banken und Schattenbanken sind noch immer wackelig, und der Wirtschaftspolitik in der Eurozone, die sich allen diesen Herausforderungen widmen sollte, fehlt es an institutionellen Voraussetzungen, wirtschaftswissenschaftlichem Verständnis und politischem Willen.

Fast ein Wunder oder doch eher Zeichen für seine Anpassungsfähigkeit, dass es den Euro nach der letzten sozial und wirtschaftlich verheerenden Finanzkrise überhaupt noch gibt? Und wie wäre es den Mitgliedsländern der Eurozone in der letzten Finanzkrise sozial und wirtschaftlich ohne gemeinsame Währung ergangen?

10 Jahre nach der Finanzkrise ist es Zeit, über die Bücher zu gehen. Am besten, indem man die Fehler der Vergangenheit in Ruhe analysiert und daraus die richtigen Schlüsse für die Zukunft zieht. Ashoka Mody widmet sein Buch „Euro Tragedy“ genau diesem

Vorhaben. Mody war während seiner Zeit als stellvertretender Direktor beim Internationalen Währungsfonds für europäische Länder zuständig und verhandelte in der Finanzkrise das Rettungsprogramm für Irland. Er ist also ein intimer Kenner von handelnden Personen, bestehenden Institutionen und ökonomischen Zusammenhängen in der Währungsunion. Heute arbeitet er als Gastprofessor an der Princeton University und ist einer der engagiertesten KritikerInnen der aktuellen Wirtschaftspolitik in der Währungsunion.

Mody zeichnet in neun Akten ein Bild der wirtschaftlichen Entwicklung Europas auf dem Weg zur und in der Währungsunion, das durch seine grundsätzlichen Erkenntnisse, aber auch so manches bislang unbekannte Detail besticht. Bereits in den Akten eins und zwei, welche die Weichenstellungen für eine gemeinsame Währung behandeln, werden die Konturen der bevorstehenden wirtschaftspolitischen Probleme und Auseinandersetzungen klar. Der „Werner-Plan“ des Jahres 1970 formulierte das Ziel der gemeinsamen Währung ebenso wie die Priorität der „Stabilitätsorientierung“, worunter primär Preisstabilität verstanden wurde. Gesamtwirtschaftliche Stabilität und regionaler Ausgleich hingegen traten in den Hintergrund.

Das veranlasste den britischen Ökonomen Nicholas Kaldor bereits 1971 zu einer in guter keynesianischer Tradition stehenden Fundamentalkritik: Eine reine Währungsunion, die keine fiskalische und politische Union umfasse, würde zur sozialen und wirtschaftlichen Auseinanderentwicklung zwi-

schen starken und schwachen Regionen und zu erheblicher wirtschaftlicher und sozialer Instabilität führen.

Auch die unterschiedlichen Interessen Frankreichs und Deutschlands kamen bereits in dieser Phase zum Ausdruck: Die dirigistisch ausgerichtete französische Politik sah in der gemeinsamen Währung ein Instrument, um nicht wirtschaftspolitischen Einfluss an Deutschland zu verlieren. Deutsche Regierung und Bundesbank hingegen bemühten sich, Hürden für einen zu raschen Übergang zur Währungsunion aufzubauen und die ideologischen Weichen für die Währungsunion mit der Betonung der Unabhängigkeit der Zentralbank und Disziplinierung der Budgetpolitik zu stellen.

Schließlich erfolgte die Entscheidung auf höchster politischer Ebene. Bundeskanzler Helmut Kohl gab – wohl auch in Zusammenhang mit der Priorität der deutschen Vereinigung – dem Drängen von Staatspräsident Mitterand und Kommissionspräsident Jacques Delors nach und ermöglichte den Vertrag von Maastricht. Die Kritik der im weiteren Sinn keynesianisch ausgerichteten Ökonomen von Charles Bean über Robert Solow bis zu Francesco Modigliani und Olivier Blanchard folgte auf dem Fuß: Die Währungsunion sei „*incomplete*“, weil Fiskalunion und politische Union fehlten.

Modys Akte drei und vier umfassen das Versagen der Wirtschaftspolitik in den ersten Jahren der Währungsunion. Zunächst prägte die Auseinandersetzung um die Budgetziele die Wirtschaftspolitik der Eurozone. Getrieben von der Rezession 2001, aber auch den vorangegangenen unangemessenen Steuersenkungen stieg das Budgetdefizit sowohl in Frankreich als auch in Deutschland über die magi-

sche Grenze von 3% des BIP und geriet damit in Konflikt mit den EU-Vorgaben. Kommissionspräsident Romano Prodi sah die ökonomischen Probleme des Stabilitätspaktes recht klar, der bei Unterauslastung und steigender Arbeitslosigkeit Budgetkonsolidierung verlangte, um die Regeln einzuhalten: Dieser sei „*stupid as are all rigid decisions*“.

Doch die Auseinandersetzung zwischen den beiden großen Mitgliedsländern und den die Einhaltung der Regeln verfechtenden kleinen Ländern wurde auf der Ebene der politischen Macht und nicht der ökonomischen Argumente ausgefochten. Das rächte sich, zum einen weil die europäische Wirtschaftspolitik in der Folge recht rasch auf einen restriktiven Kurs einschwenkte, um die Budgetregeln wieder einzuhalten, und so die wirtschaftliche Erholung verzögerte und dämpfte. Zum anderen weil nationale politische Interessen gegenüber gemeinsamen ökonomischen Interessen priorisiert wurden.

Als noch gravierender erwiesen sich die eklatanten Fehleinschätzungen in Bezug auf Banken, Finanzmärkte und Privatverschuldung. Obwohl Robert Shillers Standardwerk „*Irrational Exuberance*“ in sukzessiven Auflagen immer neue Beispiele von irrationalen Übertreibungen auf den verschiedenen Segmenten der Finanz- und Vermögensmärkte aufzeigte, sonnte sich die Politik in der Illusion der „*great moderation*“. Die EZB sprach noch im Juli 2007 von einem „*favourable outlook for economic activity*“. ihr Präsident Jean-Claude Trichet im Juni 2008 vom „*remarkable success*“ des Euro.

Im Geist dieser eklatanten und unverzeihlichen Fehleinschätzungen wurden Bankenregulierungen mit Basel II

2004 weiter zurückgefahren, die Gefahren des Aufblähens der Bankbilanzen negiert, ebenso wie jene der verschuldungsfinanzierten Immobilienpreisblasen in mehreren Mitgliedsländern der Eurozone. Die Eurozone war zehn Jahre nach ihrer Gründung weder ökonomisch noch institutionell oder politisch auf ihre herannahende größte Herausforderung eingestellt: Die weltweite Finanzkrise traf sie völlig unvorbereitet, dafür mit umso größerer Wucht.

Akt fünf widmet sich dem Ausbruch der Finanzkrise, dem drohenden Zusammenbruch des Finanzsystems, der schweren Rezession und dem drastischen Anstieg der Arbeitslosigkeit ab Herbst 2008. Mody bewertet das Vorgehen der Europäischen Zentralbank aus guten Gründen als desaströs. Nach dem Verschließen der Augen vor der herandräuenden Finanzkrise verschloß die EZB den Ausbruch der Krise. Während die US-FED bereits im September 2007 mit Zinssenkung begann, erhöhte die EZB im Juli 2008 sogar noch einmal die Zinssätze und verharrte in ihrem eingeübten Phantomkampf gegen Inflation und dem Mantra der Preisstabilität, wo rasches Handeln zur Stabilisierung von Konjunktur und Banken gefragt gewesen wäre.

Mody charakterisiert die Geldpolitik von Jean-Claude Trichet mit „*too little, too late*“. In Bezug auf die Banken hingegen schwenkte Trichet rasch auf eine „*full bail out*“-Position ein: Die SteuerzahlerInnen müssten die Banken retten, um Dominoeffekte im Finanzsystem zu vermeiden. Mody kritisiert auch das heftig, weil damit „*world's most sophisticated investors*“ mit öffentlichen Mitteln freigekauft wurden. Er führt das Beispiel Irlands an, wo im September 2008 eine Garantie

für alle Banken ausgesprochen wurde. Auch die unter erheblichem EZB-Druck erfolgte Verstaatlichung der Hypo Alpe Adria in Österreich könnte dafür als Beispiel dienen.

Um Irland und Griechenland geht es dann im Detail in Akt sechs. Dabei zeigt Mody klar die unterschiedlichen Sichtweisen der Akteure. Während der IWF und viele Ökonomen für einen „*haircut for the bond holders*“ eintraten, um die Risikotragung anreizadäquat zu gestalten, pochte die politische Ebene auf den *Bail out*, um Dominoeffekte zu vermeiden. Auch in Bezug auf die Ausrichtung der Fiskalpolitik ergaben sich ähnliche Unterschiede. Viele Ökonomen – darunter auch der Chefökonom des IWF Olivier Blanchard und sein Team – opponierten gegen eine harsche Austeritätspolitik, während die Politik in der EU und vor allem Deutschland dafür eintrat.

Modys Akt sieben ist dem wirtschaftspolitischen Versagen der Eurozone in den Jahren 2011 bis 2013 gewidmet. Dieser traf alle Politikbereiche. In der Geldpolitik begann die EZB mit Zinsanhebungen im April 2011, um „die Inflationserwartungen fest zu verankern“, während die FED mit Nullzinspolitik und „*Quantitative easing*“ versuchte, der Deflationsgefahr zu begegnen. In der Fiskalpolitik kam es zu einer ideologisch fundierten kollektiven Austeritätspolitik in der Eurozone, in Modys Worten: „*a norm became a virtue*“. Die Forschungsergebnisse der IWF-Ökonomen Blanchard und Leigh zur Höhe des Multiplikators in der Krise wurden von Kommissar Oli Rehn, der aktuell unverständlicherweise als EZB-Präsident im Gespräch ist, als „*wrong, not helpful and eroding confidence*“ charakterisiert. Ashoka Mody kritisiert ebenso den von Kompetenzüber-

schreitungen gekennzeichneten Versuch der EZB, neoliberale Strukturpolitik zu machen, etwa wenn Präsident Trichet von den Regierungschefs Italiens und Spaniens Berlusconi und Zapatero eine Flexibilisierung des Arbeitsmarktes und stärkere fiskalische Restriktionen verlangte.

Dass die Eurozone angesichts dieses Politikversagens nicht in eine gefährliche Depression abrutschte, ist wohl vor allem zwei Faktoren zu verdanken: Zum einen dem unterschätzten fiskalischen Stimulus seitens der chinesischen Regierung, die damit nicht nur die eigene Wirtschaft, sondern auch den Welthandel stabilisierte; zum anderen der scharfen Kehrtwende der EZB, indem der neue Präsident Mario Draghi im Juli 2012 mit seiner in die Geschichte eingegangenen „*Whatever it takes*“-Rede und dem „Outright Monetary Transaction“-Programm im September 2012 eine Art Fiskalunion durch die Hintertür einführte.

Heute wird Italien als die kommende große Bewährungsprobe für die Eurozone angesehen. Ashoka Mody diskutiert den Fall Italien in Akt acht seines Buches. Die Hoffnung der italienischen technokratischen Wirtschaftselite bestand darin, dass der Euro als externer Anker zur Stabilisierung der italienischen Wirtschaft dienen würde. Doch diese befand sich von Beginn der Währungsunion an im wirtschaftlichen Abstieg. Das BIP pro Kopf sank von 107% des EU-Durchschnitts im Jahr 2007 auf 96% 2017. Die Geldpolitik der EZB war für Italien vor allem in der Finanzkrise deutlich zu restriktiv. Die italienische Fiskalpolitik erzielte durchgehende Primärüberschüsse, die angesichts des hohen Niveaus der Staatsschulden und der entsprechenden Zinszahlungen dennoch meist in Budgetdefiziten

mündeten. Die von der Wirtschaftspolitik ausgehenden Impulse für die wirtschaftliche Entwicklung waren demnach negativ. Dazu kam das außerordentlich instabile Bankensystem.

Mody sieht Italien wie auch die anderen südeuropäischen Mitgliedsländer der Eurozone in einer Abwärtsspirale: Zum ersten fehlt es ihnen an binnenwirtschaftlicher Resilienz, die auch in niedrigem Produktivitätswachstum und endemischen institutionellen Problemen, von verbreiteter Korruption bis mangelhaftem Bildungssystem, von ungenügend entwickeltem Sozialsystem bis hoher Ungleichheit, zum Ausdruck kommt. Zum zweiten trägt die europäische Wirtschaftspolitik nicht zur Konvergenz der wirtschaftlichen Entwicklung zwischen starken und schwachen Mitgliedsländern bei, sondern verstärkt die Unterschiede sogar noch. Mody kommt auf die zutreffende Vorhersage Nikolas Kaldors zurück: Eine Währungsunion ohne wirtschaftliche Ausgleichsmechanismen führt zu wachsender Divergenz.

Im finalen Akt neun stellt Mody die alternativen Szenarien der weiteren Entwicklung nach der Finanzkrise dar. Das „*more of the same*“-Szenario sieht er durch niedrige Raten des Wirtschaftswachstums, hohe Verschuldung und schwache Banken charakterisiert. Die Auseinandersetzung über die Frage „*Who will bail out Italy?*“ könnte das globale Finanzsystem schwer erschüttern. Als Ausweg erscheint Ashoka Mody sein mehrfach vorgetragener Vorschlag eines „glücklichen Endes des Euro“ durch den Austritt Deutschlands aus der Währungsunion. Hier sieht er keine Verlierer: Die deutsche Währung würde drastisch aufwerten, was in Deutschland als Stärke interpretiert werden würde; der

Rest-Euro würde abwerten, was die Wettbewerbsfähigkeit und die wirtschaftliche Entwicklung in den Südländern anregen würde. Damit wäre das System mit einem politischen Hege- mon Deutschland, der nicht bereit ist, die wirtschaftlichen Kosten zu tragen, endlich beendet. So weit, so unrealistisch.

Noch unrealistischer, wenn auch sehr sympathisch, erscheint Ashoka Mody's Positivszenario einer „*new republic of letters*“, in der Europa nach dem Vorbild des alten Griechenland sich als Marktplatz für neue Ideen mit einem Schwerpunkt Bildung und Demokratie neu erfindet. Wirtschaftspolitisch hieße das ein Ende der rigiden Fiskalregeln, ein Doppelmandat für die EZB mit Preis- und Wirtschaftsstabilität, ein Schuldenrestrukturierungsprogramm und floatende Wechselkurse. Der Euro, so Mody im Epilog seines Buches, war eine Fehlentscheidung, weil er auf falschen wirtschaftlichen Prämissen aufbaute und durch die Unwilligkeit gekennzeichnet war, gemeinsame finanzielle Ressourcen zu teilen.

Diese pessimistische Sichtweise ist gut begründet. Viele Elemente der Mody'schen Analyse sind zutreffend: von der Kritik an der verfehlten Geld- und Finanzmarktpolitik der EZB zwischen 1999 und 2012, der falschen Ausrichtung der europäischen und vor allem der deutschen Fiskalpolitik bis zu fehlenden positiven Strukturreformen in weiten Bereichen: von der Bildungspolitik bis zur Klimapolitik.

Dennoch lässt einen das Buch ratlos zurück. Wäre Europa ohne den Euro in den letzten beiden Jahrzehnten nicht noch viel mehr zum Spielball der spekulativen internationalen Finanzmärkte geworden? Wäre es nicht vor allem in

der Finanzkrise noch viel ärger durchgebeutelt worden? Wäre die Koordination der nationalstaatlichen Wirtschaftspolitik nicht noch weniger möglich gewesen, und wer hätte mit den amerikanischen und anderen internationalen Regierungsstellen kooperiert? Wir wissen es nicht. Die Gefahr einer langanhaltenden Depression und Massenarbeitslosigkeit scheint ohne Euro aber auch nicht kleiner als mit der gemeinsamen Währung.

Bei den wirtschaftspolitischen Alternativen bleibt Mody leider zu vage. Die EU hat die letzten sechs Jahrzehnte seit ihrer Gründung und ganz besonders die letzten zwei Jahrzehnte in der Währungsunion eine Politik des „*muddling through*“ verfolgt, in der ungenügend entwickelte Institutionen und widerstrebende ökonomische und politische Interessen zu nicht zufriedenstellenden Politikergebnissen und ökonomischen und sozialen Entwicklungen geführt haben. Das kann mit guten Argumenten kritisiert werden.

Doch gleichzeitig sind auch in der Krise einige Errungenschaften und Erfolge gelungen: Von den „*Outright Monetary Transactions*“ über den Europäischen Stabilitätsmechanismus und die Flexibilisierung der Fiskalregeln bis zur Bankenunion – alles nicht weit genug gehend, aber doch einen Beitrag zur wirtschaftlichen Stabilisierung in der Eurozone leistend. Es ist recht wahrscheinlich, dass auch die nähere Zukunft von dieser Politik des Durchwurstelns geprägt sein wird.

Ökonominnen mit der langjährigen Erfahrung und der wirtschaftstheoretischen und -politischen Expertise eines Ashoka Mody sollten mit konkreten wirtschaftspolitischen Vorschlägen dazu beitragen, dieses Durchwursteln in die politisch richtige Richtung zu len-

ken: Was müsste geschehen, um das Finanzsystem weniger spekulativ zu machen und zu redimensionieren, die Kapitalverkehrsfreiheit zumindest in ihren spekulativen Teilen zu bremsen, die Macht der großen Banken und Anlagefonds zu brechen, europäische Ausgleichsmechanismen zwischen starken und schwachen Regionen zu etablieren, die europäische Wirtschaftspolitik an allgemeinem Wohlstand und nicht nur an Stabilität von Preisen und Staatsfinanzen auszurichten, den Einfluss des Bankensystems

und der Vermögenden auf die Wirtschaftspolitik einzudämmen?

Ashoka Modys „Euro Tragedy“ ist aufgrund seiner umfassenden, informierten und detaillierten Kritik an der Ausgestaltung der Europäischen Währungsunion unbedingt lesenswert. Konkrete Pläne und praktikable Vorschläge zur Weiterentwicklung im Sinne einer wohlstandsorientierten Politik für die große Mehrheit der Bevölkerung muss man bei anderen AutorInnen suchen.

Markus Marterbauer