

FERI-Vorstand Heinz-Werner Rapp

## Solidarität in Europa

Heinz-Werner Rapp | 19.08.2020



Heinz-Werner Rapp ist Vorstand von FERI sowie Gründer und Leiter des FERI Cognitive Finance Institute. Foto: FERI

Das Corona-Hilfsprogramm macht aus der Europäischen Union endgültig eine fragile Transferunion, ist FERI-Vorstand Heinz-Werner Rapp überzeugt. Außerdem verschleierte es, dass schwächere Mitgliedsländer auch ohne Corona dringend neue Finanzspritzen gebraucht hätten.

Es ist ein Hilfsprogramm, das eigentlich die Zukunft der EU stärken sollte: Das von der EU-Kommission beschlossene Corona-Paket umfasst 750 Milliarden Euro. Allerdings: Große Teile der Finanzhilfe – nämlich 390 Milliarden Euro – sollen nicht als Kredite, sondern in Form echter Zuschüsse vergeben werden. Damit etabliert die EU zum ersten Mal in ihrer Geschichte explizit ein System finanzieller Transfers zugunsten schwacher Mitgliedsländer. Der EU-Ratsbeschluss markiert eine historische Zäsur, die nicht nur die Architektur der EU verändert, sondern auch den strukturellen und institutionellen Rahmen der Währungsunion neu austariert.

Auch wenn in Europa bereits länger Umverteilungs-Systeme wie der EU-Kohäsionsfonds existieren, wird im Zuge der Corona-Krise erstmals das Prinzip eines europäischen Länderfinanzausgleichs etabliert. Ein Paradigmenwechsel, der faktisch den Startschuss zur Umwandlung der EWU in eine fragile Transferunion markiert, obwohl das in der strikten Formulierung der EU-Verträge stets explizit ausgeschlossen wurde. Damit werden wie bereits in den vergangenen Jahren die alten Regeln und Prinzipien der EWU ein weiteres Mal aufgeweicht, verwässert und gebrochen.

Zwar betont die EU-Politik, es handle sich bei dem neuen Transferinstrument um einen singulären Ausnahmefall, ausgelöst durch die Brisanz der Corona-Krise. Die Zukunft wird jedoch zeigen, dass die EWU auch diesen einmaligen Regelbruch zu einer dauerhaften Einrichtung machen wird. Zur Erinnerung: Auch die unkonventionelle Geldpolitik der EZB unter dem Druck der Euro-Krise sollte ein Ausnahmefall sein. Tatsächlich wird die exzessive Geldschöpfung der EZB aber seit Jahren ungebremst fortgesetzt, zuletzt sogar mit deutlich erhöhter Dynamik.

### **Was wirklich hinter den EU-Beschlüssen steckt**

Auslöser der neuen EU-Beschlüsse war vordergründig die Corona-Pandemie, die mit Italien, Spanien und Frankreich speziell die europäischen Südländer hart getroffen hat. Ein Blick in die Vergabekriterien offenbart jedoch, worum es in Wirklichkeit geht: Denn nicht die 2020 tatsächlich eingetretenen Schäden durch Covid19, sondern pauschale Wirtschaftsdaten früherer Jahre (2015-2019) dienen vorerst als zentraler Verteilungsschlüssel für die Hilfgelder.

Ein direkter Bezug dieser Gelder zu tatsächlichen Corona-Schäden war somit kaum erkennbar. Gleichzeitig ist der von der EU-Kommission neu veranschlagte Schuldenspielraum um ein Vielfaches größer, als für das Corona-Hilfspaket eigentlich erforderlich wäre.

Beide Erkenntnisse entlarven zentrale Aussagen des EU-Gipfels zur Corona-Hilfe als grob irreführend und lassen das wahre Motiv erkennen: den sehr kritischen Zustand der Euro-Zone.

Zahlreiche Studien belegen, dass die Euro-Zone aufgrund struktureller Rigiditäten und massiver Divergenzen im makroökonomischen Gefüge seit Jahren unter systemischen Verspannungen leidet. Die Euro-Krise der Jahre 2010-2015 brachte das erstmals klar zum Ausbruch.

Diese innere Unwucht erzeugt zunehmende Zentrifugalkräfte, und damit ein (zuletzt wieder beschleunigtes) Auseinanderdriften der gesamten Euro-Zone. Derartige Zentrifugalkräfte können in einer Währungsunion nur auf zwei Arten reduziert werden: entweder durch harte strukturelle Anpassungen mit dem Ziel ökonomischer Konvergenz oder falls dies - wie im Fall der EWU - über viele Jahre nicht gelingt: durch ein System dauerhafter Subventionen und Finanztransfers.

Da sich die EWU über viele Jahre als reformunwillig erwiesen hat, ist der erste Ansatz unmöglich. Folglich hat sich die EU-Politik nun dem zweiten Handlungspfad verschrieben, der auf dauerhafte Finanztransfers hinausläuft. Das ist zwar beunruhigend, scheint aber zumindest realistischer als der frühere naive Glaube vieler EU-Politiker an die Selbstheilung der EWU.

Das Corona-Hilfspaket liefert also nichts anderes als ein wohlfeiles Narrativ, um nur wenige Jahre nach der Euro-Krise ohne öffentlichen Aufschrei erneut massive Finanztransfers in die schwachen Länder der EU lenken zu können.

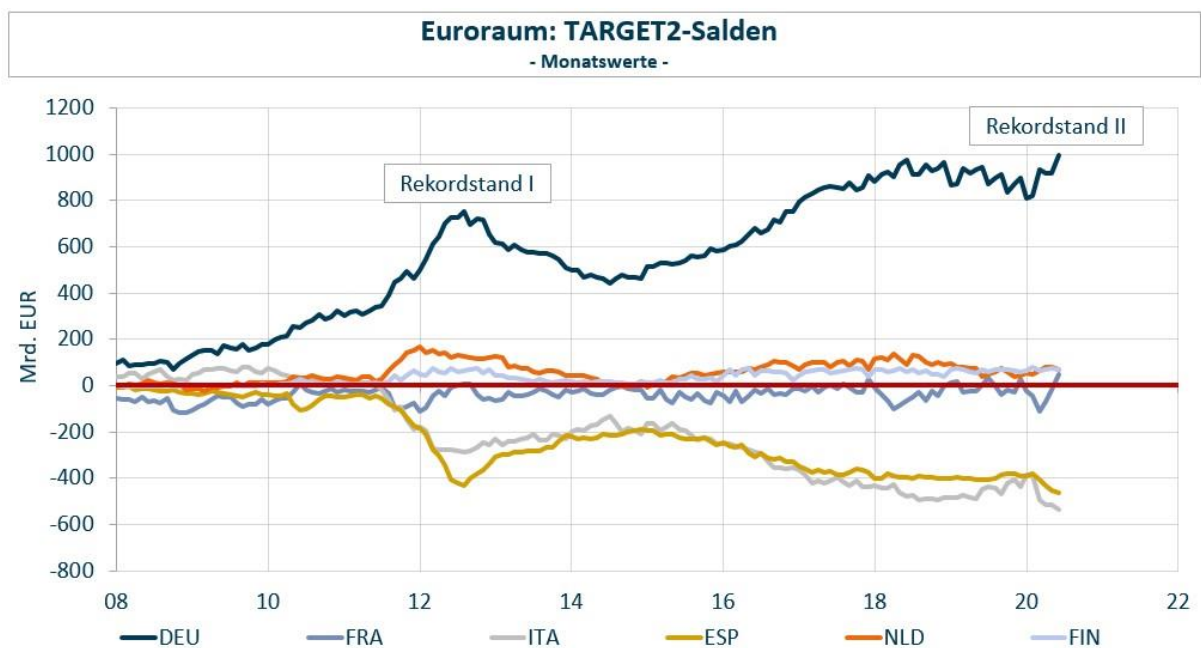
### **Was die Entwicklung der TARGET-Salden verrät**

Die Tendenz der EWU zur schleichenden Transferunion ist bereits seit Jahren klar erkennbar. Verlässliches Symptom sind die sogenannten TARGET2-Salden: Deren massive Aufblähung im Zeitablauf signalisiert gravierende Ungleichgewichte und akute Verspannungen im EWU-System.

TARGET-Salden entstehen als Ergebnis innereuropäischer Zahlungsströme. Da im TARGET-System - ursprünglich nur als technisches Verrechnungssystem eingeführt - keinerlei Verpflichtung zum Ausgleich oder zur bilateralen Verrechnung solcher Salden existiert, können sich diese über lange Zeit ungehindert ausdehnen. Negative TARGET-Salden sind als Verpflichtungen des jeweiligen Landes gegenüber dem EZB-System zu verstehen, positive Salden hingegen als Forderungen.

Folglich handelt es sich bei den TARGET-Salden um positive oder negative Vermögenspositionen des jeweiligen Landes, die allerdings nie wirklich eingefordert oder liquidiert werden können. Die Frage, ob TARGET-Salden werthaltig sind oder lediglich fiktive Buchungen abbilden, wird seit längerem kontrovers diskutiert. Unabhängig davon deuten expandierende TARGET-Salden auf ein dynamisches internes Gefälle des Euro-Währungsraumes, interpretierbar als massive Kapitalverschiebung (Kapitalflucht) aus den Problemländern der EWU in Länder mit starker ökonomischer und finanzieller Substanz.

Der Verlauf der TARGET-Salden seit dem Jahr 2000 ist nicht nur eine präzise Indikation für die enorme Unwucht des EWU-Systems, sondern auch für offensichtlich periodisch auftretende Krisen wie etwa im Zuge der Großen Finanzkrise (2008-2010), die in Europa unmittelbar zur Euro-Krise (2010-2015) eskalierte (siehe Abbildung 1).

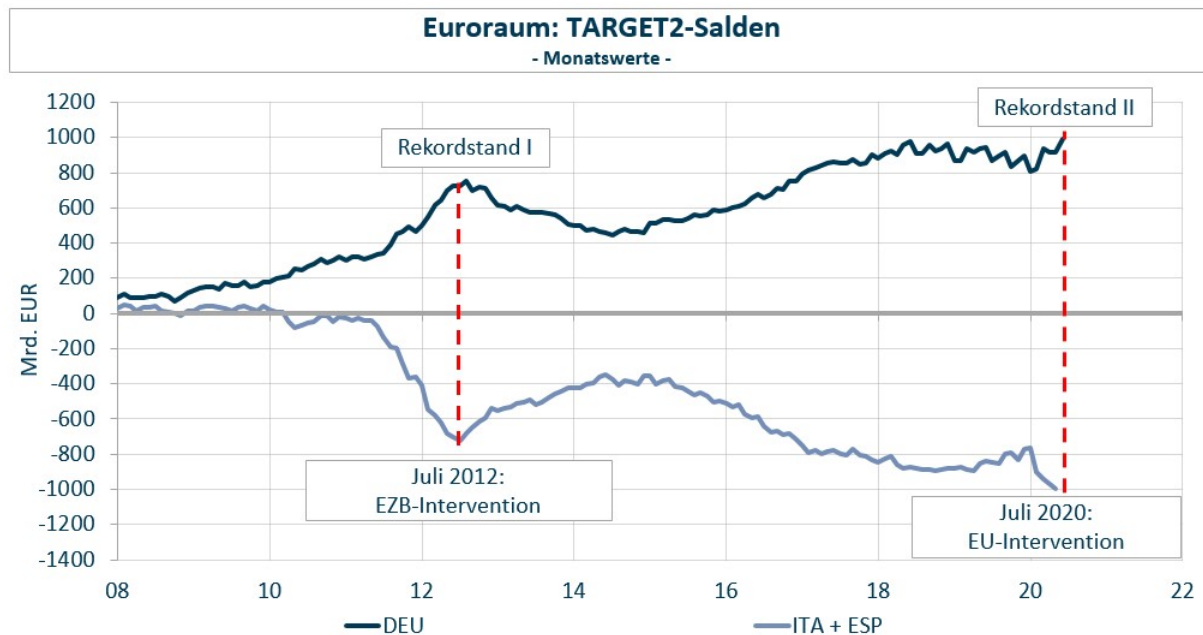


Im Sommer 2012 erreichten die TARGET-Salden einen extremen Höchststand – und lieferten somit den Hintergrund für die berühmte „Whatever it takes“-Rede des damaligen EZB-Chefs Mario Draghi. Die Dynamik der Euro-Krise verlief danach in deutlich ruhigeren Bahnen, und folgerichtig bildeten sich auch die TARGET-Salden für einige Quartale zurück (bis Mitte 2014).

Im Jahr 2015 stiegen die TARGET-Salden erneut stark an und entwickelten sich kontinuierlich bis zu einem erneuten Extremwert im Juni 2020. Während die starke Zunahme von März bis Juni 2020 tatsächlich auf die Corona-Krise mit scharfen Konjunkturerbrüchen speziell in Italien und Spanien zurückzuführen ist, liegt der mehrjährige Anstieg zuvor in den anhaltenden strukturellen Divergenzen des Euro-Raums begründet.

Zwar werden die TARGET-Salden seit etwa 2014 auch durch die massiven Programme der EZB zum Ankauf von Staatsanleihen beeinflusst (Q.E.), aber ihre Signalfunktion als Indikator für ein strukturelles „Auseinanderdriften“ der Euro-Zone ist weiter voll intakt.

Vergleicht man die TARGET2-Salden Deutschlands mit denen von Italien und Spanien (siehe Abbildung 2), wirkt das fast wie ein Spiegelbild: Italien und Spanien verantworten den Großteil der Negativ-Salden, während Deutschland einen Positiv-Saldo in nahezu identischer Höhe aufweist. Beide Salden-Blöcke zeigen im Verlauf eine fast perfekte negative Korrelation, mit einem Ausmaß von jeweils knapp eine Billion Euro (Stand Juni 2020).



Diese auffallende Polarität reflektiert ein Grundproblem der EWU, nämlich das steigende Ausmaß interner ökonomischer Divergenzen. Während ökonomisch starke Länder im EWU-System hohe Zuflüsse verzeichnen, leiden schwache Länder unter Misstrauen und Kapitalflucht. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass im Rahmen des neuen Corona-Hilfspakets Italien und Spanien die primären Nettoempfänger von Transferzahlungen sein werden.

### **EZB-Geldschöpfung als monetäre Vorstufe einer Transferunion**

Eine Prognose der TARGET-Salden für das gesamte Jahr 2020 legt nahe: Nach nahezu ungebremstem Anstieg bis Juli dürften sich die TARGET-Salden für die nachfolgenden Monate wieder spürbar zurückbilden. Dabei dürfte ein Verlaufsmuster entstehen, das dem von 2012 zum Verwechseln ähnelt. Die Parallelen liegen auf der Hand.

Im Krisen-Sommer 2012, nur zwölf Jahre nach seiner Gründung, stand das Euro-System am Abgrund. Auslöser waren finanzielle und ökonomische Probleme seiner schwächsten Mitglieder, insbesondere Italien. Ein Kollaps konnte damals von Mario Draghi durch subtilen Verweis auf die quasi unbegrenzten Finanzmittel der EZB verhindert werden.

In der Folgezeit installierte die EZB zur Stützung der Euro-Zone ein System massiver finanzieller Alimentierung und Subventionierung. Seit 2014 kauft die EZB hierfür in großem Umfang

Staatsanleihen der EWU-Mitgliedsländer (Q.E.) – bis heute im Gesamtvolumen von rund 3 Billionen Euro (Stand Juni 2020).

Für ihre Q.E.-Maßnahmen machte die EZB offiziell das Gebot strikter Verteilungsneutralität geltend. Dennoch zeigen Analysen, dass die ökonomisch schwächeren Problemländer (speziell Italien und Spanien) von der EZB verdeckt, aber gezielt und deutlich überproportional gestützt wurden. Das große Q.E.-Programm der EZB seit 2014 war also ein Versuch, die interne Divergenz der Euro-Zone - klar erkennbar an der vorherigen Explosion der TARGET-Salden - durch massive Geldströme für einige Zeit zu übertünchen.

Die finanziellen Transfers im System der EWU wurden über offene Geldschöpfung finanziert, also durch von der EZB laufend neu gedrucktes Geld. Ein solches System rein monetärer Transfers konnte nicht auf Dauer angelegt sein, da die EZB ständig am Rande der Legalität operieren und ihr eigentliches Mandat eklatant überdehnen musste. Zudem erreichte die von der EZB betriebene Geldschöpfung ein kritisches Ausmaß, das zu Problemen und toxischen Nebenwirkungen in anderen Bereichen führte.

Spätestens mit Ausbruch der Corona-Pandemie im Frühjahr 2020, die einen erneuten rapiden Absturz der Problemländer Italien und Spanien auslöste, stieß das System der EZB-Finanztransfers an seine Grenzen. Nicht zuletzt die neue EZB-Chefin Christine Lagarde warnte mehrfach vor einer drohenden Überforderung der EZB.

Folglich musste der bisherige Ansatz durch ein neues, dauerhafteres und tragfähigeres System abgelöst und langfristig ersetzt werden. Hier schlägt die Geburtsstunde eines neuen Transfersystems, diesmal auf Grundlage fiskalischer Transfers und raffiniert verpackt unter dem Deckmantel solidarischer Hilfen gegen die Schäden der Corona-Krise. Diese neue EU-Rhetorik soll im Prinzip nur verschleiern, dass die EWU auch ohne Corona dringend neue finanzielle Hilfen für die schwächeren Mitgliedsländer hätte organisieren müssen.

### **Zukunft der EWU bleibt fragil**

Bleiben zwei Fragen für die Zukunft:

- Findet das EWU-System - mit für alle Mitglieder vertretbaren Kosten - auf diese Weise ein dauerhaft tragfähiges Gleichgewicht, oder erzwingt die strukturelle Divergenz des Systems, verstärkt durch negative Anreizwirkungen (Moral Hazard), nicht immer höhere (und irgendwann prohibitive) Transferzahlungen?
- Werden EU / EWU ihrem Anspruch von Transparenz und Rechtsstaatlichkeit gerecht, wenn die Architektur der Euro-Zone seit Jahren heimlich und in massiver Weise umgebaut wird; zumal dann, wenn dabei regelmäßig geltendes Recht, existierende Verträge und eindeutige politische Versprechungen gebrochen werden?

Die Realität wird diese Fragen wohl innerhalb der nächsten 5-10 Jahre beantworten; speziell aus deutscher Sicht bleibt aber Skepsis angebracht. Denn: Als inhärent instabiles System kann die EWU nicht ohne dauerhafte Alimentierung und Subventionierung ihrer schwächeren Mitglieder existieren. Fiskalische Transfers müssen von den stärkeren zu den schwächeren Mitgliedern der EWU fließen; sie werden also speziell deutsche Steuerzahler in Zukunft stark belasten.

## ÜBER DEN AUTOR



### **DR. HEINZ-WERNER RAPP**

ist Vorstand und Investment-Chef der Feri-Gruppe und leitet das Feri Cognitive Finance Institute. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und Jura in Mannheim.

[Alle Beiträge von Heinz-Werner Rapp]