



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 8/4/2020

Entschuldung nach der Corona-Krise

Ohne Entschuldung der Eurozone wird die EU nicht überleben – Teil 1

von NORBERT F. TOFALL

Zusammenfassung

Durch die Corona-Krise verschärft sich der Nord-Süd-Konflikt in der Eurozone. Der Zusammenhalt der gesamten EU steht auf dem Spiel. Ohne eine Entschuldung der Eurozone wird die EU nicht überleben.

Abstract

The Corona crisis is intensifying the North-South conflict in the euro zone. The cohesion of the entire EU is at stake. The EU will not survive without debt relief for the Eurozone.



Durch die Corona-Krise verschärft sich der Nord-Süd-Konflikt in der Eurozone erheblich. Der Zusammenhalt der gesamten EU könnte auf dem Spiel stehen. Unabhängig von der Frage, ob Eurobonds emittiert oder andere Instrumente zur finanziellen Hilfe von Ländern wie Italien und Spanien aktiviert werden sollen, dürften sich im Zuge der Corona-Krise die Unterschiede im Wirtschaftswachstum und bei der Staatsverschuldung zwischen den Süd- und den Nordländern in der Eurozone weiter vergrößern. Dazu kommen außerhalb der Eurozone, aber innerhalb der EU, Auseinandersetzungen um die Wahrung von rechtsstaatlichen Standards in mittel- und osteuropäischen Ländern. In der Corona-Krise scheint sich insbesondere Ungarn nicht mehr an diese Standards gebunden zu fühlen, aber nicht nur Ungarn. Diese Länder sind zwar nicht Mitglieder in der Eurozone, sind aber sowohl über den europäischen Fiskalpakt als auch über Fragen des EU-Haushalts und der Einführung eines EU-Kurzarbeitergeldes von finanziellen Entscheidungen über die Zukunft der EU betroffen und müssen diesen in vielen Fällen zustimmen. Zudem ist evident, daß ein unregelmäßiges Auseinanderbrechen der Eurozone massive Auswirkungen auf den Zusammenhalt und die Funktionsfähigkeit der gesamten EU hätte. Die EU würde das wohl nicht überleben.

I.

Im Zuge der Verhandlungen über die Einführung des Rettungsschirms ESM und den Diskussionen, wie sich die Europäische Union über die Eurozone hinaus finanziell stabiler aufstellen kann, vereinbarten 25 Mitgliedsländer der Europäischen Union im sogenannten europäischen Fiskalpakt vom 2. März 2012 eine Schuldenbremse in ihren nationalen Verfassungen oder in ihrer nationalen Gesetzgebung zu verankern. Im Februar 2017 teilte die EU-Kommission mit, daß „der Inhalt des fiskalpolitischen Pakts Eingang in die nationalen Haushaltsrahmen aller Vertragsparteien gefunden“ habe. Im europäischen Fiskalpakt wurde vereinbart, daß der gesamtstaatliche Haushalt einer Vertragspartei ausgeglichen zu sein oder einen Überschuß auszuweisen habe. Allerdings dürfen die Vertragsparteien bei außergewöhnlichen Umständen vorübergehend von diesem Ziel oder dem dorthin führenden Anpassungspfad abweichen. Unter außergewöhnliche Umstände werden Ereignisse verstanden, die sich der Kontrolle des Staates entziehen und erhebliche Auswirkungen auf die Lage der öffentlichen Haushalte haben. Die Corona-Krise fällt zweifelsohne unter diese Ausnahmeregelung. Das heißt aber auch, daß eine Schuldenbegrenzung in der EU und insbesondere in der Eurozone auf absehbare Zeit purem Wunschdenken entspricht.

Allein die Bundesrepublik Deutschland hat in einem Nachtragshaushalt eine Nettokreditaufnahme von 156 Milliarden Euro auf dem Weg gebracht. Zulässig



wäre nach der deutschen Schuldenbremse eine maximale Nettokreditaufnahme von 62,1 Milliarden Euro. In der Bundestagsdrucksache 19/18100 heißt es ergänzend: „In die Berechnung der für die Schuldenregel relevanten Nettokreditaufnahme einzubeziehen sind neben der Nettokreditaufnahme des Bundeshaushalts auch die Finanzierungssalden der (folgenden) Sondervermögen... Insgesamt haben diese Sondervermögen einen negativen Finanzierungssaldo in Höhe von 5 868 Millionen Euro. Damit kommt es im Jahr 2020 zu einer Überschreitung der zulässigen Kreditobergrenze in Höhe von 99 755 Millionen Euro“ (S. 6). Die nach der Schuldenbremse maximal zulässige Nettokreditaufnahme wird also allein in der Bundesrepublik Deutschland um gut 100 Milliarden Euro überschritten. Um die Dimension dieser Zahl zu verdeutlichen: Der bisherige Bundeshaushalt für 2020 hatte eine Höhe von 362 Milliarden Euro. Der neue Bundeshaushalt für 2020 hat eine Höhe von 484,5 Milliarden Euro.

Ob es bei dieser Höhe bleiben wird, ist offen. Analysten gehen von einer weiteren Aufstockung der Hilfsprogramme in Deutschland aus und rechnen damit, daß am Ende anstelle von 156 Milliarden Euro 300 bis 400 Milliarden Euro veranschlagt werden könnten. Während Deutschland 2019 eine Staatsschuldenquote in Höhe von 59 Prozent des BIP hatte, könnte diese nach vorsichtigen Schätzungen bezüglich Wirtschaftswachstum und Haushaltsdefizit auf 68 bis 75 Prozent des BIP ansteigen.

Der finanzielle Hilfsbedarf in anderen EU-Ländern und insbesondere in Italien, Spanien und Frankreich dürfte ähnliche, wenn nicht höhere Ausmaße annehmen. Italien, das aufgrund seiner Staatsschulden bislang bereits die Sollbruchstelle der Europäischen Währungsunion darstellte, wurde besonders hart von der Corona-Krise getroffen und hat deshalb einen besonders hohen Finanzierungsbedarf. Im Jahr 2019 betragen die Staatsschulden im Verhältnis zum BIP 133 Prozent. Vorsichtige Schätzungen gehen von einem Anstieg der Staatsschuldenquote auf 155 bis 165 Prozent aus. Es könnte aber auch noch schlimmer kommen.

II.

Durch den Ausnahmetatbestand der Corona-Krise sind zur Zeit de facto und de jure alle europäischen Verschuldungsregeln außer Kraft gesetzt. Und daß nach der Corona-Krise von allen Mitgliedsländern zu diesen Verschuldungsregeln aus dem Vertrag von Maastricht und zum europäischen Fiskalpakt zurückgekehrt wird und sich dann alle Vertragsländer an diese Regeln halten, ist wenig wahrscheinlich. Denn obwohl der europäische Fiskalpakt seit dem 1. Januar 2013 in Kraft war und selbst Italien eine entsprechende Schuldenbremse in seine Verfassung aufgenommen hatte, haben die europäischen



Schuldenbremsen auch vor der Corona-Krise die Schulden vieler Euroländer nicht gebremst. In Italien und Frankreich stiegen die Staatsschuldenquoten weiter und die zyklisch bereinigten Budgetdefizite der Staaten blieben weit entfernt von ihrem Ziel von maximal 0,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Nur in Deutschland fiel die Staatsschuldenquote auf rund 60 Prozent und der zyklisch bereinigte Budgetsaldo des Staats verzeichnete einen Überschuß. Das heißt, daß die deutsche Schuldenbremse bis zur Corona-Krise sehr effektiv war, während in Italien und Frankreich die dort aufgrund des Fiskalpaktes eingeführten Schuldenbremsen weitgehend ignoriert wurden. Italien hatte sogar bereits kurz vor Weihnachten 2018 die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und des Fiskalpaktes de facto außer Kraft gesetzt¹ und hatte auch im gesamten Jahr 2019 erfolgreich eine Politik verfolgt, die europäischen Verschuldungsregeln Schritt für Schritt weiter aufzuweichen und abzuschaffen.²

Auffällig ist darüber hinaus, daß seit der Rede von Mario Draghi am 18. Juni 2019 in Sintra die Diskussionen um Einführung von MiniBots in Italien verstummt war. Aus Sicht Italiens hatten die EZB und Mario Draghi am 12. September 2019 durch ihr umfangreiches geldpolitisches Maßnahmenpaket geliefert. Die Frage ist, ob, wann und von wem in Italien im Zuge der heutigen Auseinandersetzung um Corona-Bonds die Karte der Einführung einer Parallelwährung wieder gezogen wird, um so mit dem ungeregelten Auseinanderbrechen der Eurozone zu drohen.

Der leider oftmals nicht verstandene Grundwiderspruch im Euroraum besteht darin, daß die vom Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt geforderte und durch die europäischen Schuldenbremsen konkretisierte fiskalpolitische Schuldendisziplin seit Jahren durch die Geldpolitik der EZB konterkariert wurde, indem durch Niedrig-, Null- und Negativzinspolitiken und Anleihekaufprogramme massive Anreize für immer mehr Schulden erzeugt wurden. Der Regelbruch wurde geldpolitisch induziert. Durch die Corona-Krise dürften die europäischen Schuldenbremsen jetzt endgültig geschliffen werden. Denn auch bei einer Erholung der Wirtschaft dürften die Staatsschuldenquoten in vielen EU-Ländern nicht unter das Niveau von vor der Corona-

¹ Siehe NORBERT F. TOFALL: *Regelbruch mit Segen der EU-Kommission*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 4. Januar 2019, online abrufbar unter:

<https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/regelbruch-mit-segen-der-eu-kommission/>

² Siehe NORBERT F. TOFALL: *Italienspokerspiel geht in die zweite Runde*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 13. Juni 2019, online abrufbar unter:

<https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/kommentare/italiens-pokerspiel-geht-in-die-zweite-runde/>



Krise sinken. Und die EZB wird „whatever it takes“ eine Geldpolitik verfolgen, welche diese Schulden für die Euroländer erträglich halten.

Damit sind nicht nur eine weitere Lirarisierung des Euros und finanzielle Repression vorgezeichnet, sondern weitere Vergemeinschaftungen auf europäischer Ebene dürften zu allen nur denkbaren Rettungszwecken vorangetrieben werden. Und der derzeitige Konflikt zwischen neun Euroländern, die Eurobonds einführen wollen, und denen, die strikt dagegen sind, dürfte nur einen seichten Vorgeschmack der zukünftigen Auseinandersetzungen liefern. Der Frontverlauf ist sowohl geld- als auch fiskalpolitisch der gleiche. Letztlich geht es dabei immer um die Frage, wer zahlt für wessen Schulden. Seit der Eurorettungspolitik wird dieses Konfliktpotential immer größer. Es handelt sich um den wachsenden Spaltpilz des gesamten europäischen Einigungsprozesses, weil durch diese Frage weitreichende wirtschafts- und gesellschaftspolitische Grundüberzeugungen berührt und unterschiedliche Lebensweisen herausgefordert werden. Diesen wachsenden Spaltpilz durch allgemeinverbindliche Regeln wie dem europäischen Fiskalpakt zu entgiften, ist leider bereits vor der Corona-Krise mißlungen. Jetzt steht zu befürchten, daß dieser Spaltpilz im Zuge der Corona-Krise zum exponentiellen Wachstum ansetzt und die Eurozone sprengt.

Italien und andere Südländer wollen eine ultralockere Geldpolitik, keine fiskalischen Begrenzungen und Gemeinschaftshaftungen für Schulden. Die Niederlande, Österreich und Deutschland und andere Nordländer wollen das genaue Gegenteil. Italien hat zur Durchsetzung seiner Forderungen seit Sommer 2018 ein sehr erfolgreiches Erpressungsspiel gespielt, indem immer wieder mit der Einführung einer Parallelwährung und dem daraus wahrscheinlich folgendem unregelmäßigen Zusammenbruch der Eurozone gedroht wurde. In den Niederlanden gab es in den vergangenen Jahren Referenden, die eindeutig gegen weitere Vergemeinschaftungen und Zentralisierungen in der EU gerichtet waren. Setzen sich Italien und die Südländer durch, könnten die Nordländer mit Ausnahme von Deutschland nach einer längeren Phase des Leidens die Währungsunion verlassen. Setzen sich die Niederlande und die Nordländer durch, wird zumindest Italien eher früher als später aus dem Euro austreten. Wahrscheinlich ist, daß sich Italien und die anderen Südländer aufgrund eines größeren Destruktionspotentials durchsetzen und einige Nordländer nach einer langen Phase der finanziellen Repression und des ökonomischen Niedergangs aus dem Euro austreten.

So oder so, die EU wäre am Ende, weil sie entweder ökonomisch dysfunktional und international nicht wettbewerbsfähig wäre oder schon vorher zerfallen würde.



III.

Wer die Europäische Union als Friedensprojekt erhalten und sie gleichzeitig ökonomisch so in Stellung bringen will, daß sie im geopolitischen Kampf zwischen China und den USA nicht untergeht, muß den wachsenden Spaltpilz in der Eurozone entfernen und die Eurozone entschulden. Das klingt auf dem ersten Blick utopisch. Auf dem zweiten Blick müßten jedoch auch viele europäische Regierungen, die panikartig auf die Status-quo-Wahrung fixiert sind, erkennen, daß die Entschuldung der Eurozone das gemeinsame Interesse der Südländer und der Nordländer in der Eurozone darstellt. Denn wenn die Eurozone entschuldete wäre, dann wären sowohl europäische Staatsschuldenshilfsprogramme als auch eine EZB-Geldpolitik, welche durch Niedrig-, Null- und Negativzinspolitik die Staatsschulden für die Euroländer tragfähig hält, unnötig. Der Streit, wer zahlt wie wessen Staatsschulden, wäre hinfällig, zumindest für die nächsten Jahre. Der Spaltpilz wäre entfernt.

Darüber hinaus wäre ein frei sich auf dem Markt bildender Zins wieder möglich. Die Zombifizierung von Banken und Unternehmen könnte beendet und neue Wachstums- und Investitionspotentiale könnten erschlossen werden. Ohne einen frei sich auf dem Markt bildenden Zins wird die Marktwirtschaft jedoch in immer mehr Bereichen der Wirtschaft ausgehebelt werden und zur politisch gelenkten Staatswirtschaft verkommen. Eigentumsrechte werden mehr und mehr eingeschränkt und staatlich reguliert werden, so daß von Eigentum an den Produktionsmitteln immer weniger die Rede sein kann. Die Finanzrepression der letzten Jahre wird enorm ausgebaut werden. Die Europäische Union wird aufgrund der aus all dem folgenden ökonomischen Schwäche im geopolitischen Kampf zwischen China und den USA zerrieben werden. Bereits im ihrem heutigen ökonomischen Zustand kann die EU den geopolitischen Konflikt zwischen China und den USA nicht nennenswert beeinflussen. Die Entschuldung der Eurozone und die daraus folgende ökonomische Gesundung könnten das ändern. Die Entschuldung der Eurozone ist deshalb auch ein geopolitisches Instrument.

Da die schrittweise Entschuldung der Eurozone, wie sie durch die Regeln des europäischen Fiskalpaktes angestrebt wurde, bereits vor der Corona-Krise gescheitert war, wird nach der Corona-Krise nur eine Entschuldung der Eurozone in einem einzigen Schritt erfolgreich sein. Dieser eine Schritt sollte aus drei gleichzeitig umzusetzenden Elementen bestehen. Dem sogenannten Chicago-Plan von 1933 folgend³ sollte die EZB *erstens* die Staatsschulden der

³ Siehe IRVING FISHER: *100% Money and the Public Debt*, Economic Forum April-June 1936, pp. 406-420 sowie JAROMIR BENES and MICHAEL KUMHOF: *The Chicago Plan Revisited*, IMF-Working Paper, WP/12/202, August 2012. Zu den Befürwortern einer 100-Prozent-Reservepflicht für Geschäftsbanken gehörte neben Irving Fisher auch Milton Friedman, siehe MILTON FRIEDMAN:



Euroländer auf ihre Bilanz nehmen und *zweitens* den Bürgern der Eurozone sichere Bankeinlagen durch Volldeckung mit Zentralbankgeld ermöglichen sowie einen digitalen Euro als Vollgeld schaffen,⁴ durch den politische Manipulationen des Zinses erschwert werden. Darüber hinaus muß *drittens* durch die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen „marktwirtschaftlicher Abwanderungsdruck“ auf- und ausgebaut werden, welcher den Euro durch die praktische Möglichkeit, aus ihm abzuwandern, stabilisiert.⁵

Wenn man bedenkt, daß sich die EZB mit ihren Anleihekaufprogrammen de facto bereits seit längerem auf dem Weg befindet, die Staatsschulden der Euroländer auf ihre Bilanz zu nehmen, dann erscheint die skizzierte Vorgehensweise alles andere als utopisch. Durch den einmaligen Schritt würde jedoch der bisherige Spaltpilz der Eurozone auf einen Schlag beseitigt. Die anderen Elemente der skizzierten Vorgehensweise dienen zur Absicherung, daß der Übergang zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung eingeleitet wird und daß nach dem einmaligen Schritt der Entschuldung der Eurozone das bisherige Spiel nicht erneut beginnt. Durch die Schaffung einer sicheren Bankeinlage können Banken wie alle anderen Unternehmen in einer Marktwirtschaft auch, in Konkurs gehen, weil die durch 100 Prozent Zentralbankgeld gedeckte sichere Einlage bei einer Bankenpleite nicht untergeht. Der Kunde muß der Abwicklungsbehörde lediglich den Namen einer anderen Bank mitteilen, zu der die sichere Einlage transferiert wird. Ein digitaler Vollgeldeuro dient dazu, daß die Geldmenge mittels einer in einem Algorithmus niedergelegten Regel – beispielsweise dem Potentialwachstum in Sinne von Milton Friedman – ausgeweitet wird und nicht aufgrund politischer Opportunitäten. Und die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen wie Kryptowährungen ermöglicht zum einen eine flexible Gesamtgeldmenge, verhindert aber zum anderen als marktwirtschaftliche Schuldenbremse, daß der Euro

A Program for Monetary Stability, Band 3: The Millar Lectures, New York (Fordham University Press) 1961.

⁴ Siehe THOMAS MAYER: *Ein digitaler Euro zur Rettung der EWU*, Studie des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 24. Oktober 2019, online abrufbar unter:

<https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/ein-digitaler-euro-zur-rettung-der-ewu/>

⁵ Siehe bereits FRANK SCHÄFFLER und NORBERT F. TOFALL: „Euro-Stabilität durch konkurrierende Privatwährungen“, in: DIRK MEYER (Hg.): *Die Zukunft der Währungsunion. Chancen und Risiken des Euros*, mit Beiträgen von Helmut Schmidt, Václav Klaus, Arnulf Baring, Roland Vaubel, Wolf Schäfer, Hans-Olaf Henkel, Charles B. Blankart und anderen, Berlin (LIT) 2012, S. 275 – 288 sowie NORBERT F. TOFALL: *Währungsverfassungsfragen sind Freiheitsfragen. Mit Kryptowährungen zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung?*, Studie zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 15. Januar 2018, online abrufbar unter:

<https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/waehrungsverfassungsfragen-sind-freiheitsfragen/>



zielgerichtet lirisieren werden kann, weil die Bürger bei einer weiteren Lirisierung des Euro aus ihm abwandern können.

Eine Entschuldung der Eurozone ist nötig und möglich. Und wenn wir die EU erhalten wollen, müssen wir die Entschuldung der Eurozone sofort nach der Corona-Krise angehen.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2020 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 7. April 2020.