

Am 30. Januar fand in Berlin das Akademiegespräch der Bundesakademie für die öffentliche Verwaltung zum Thema „**Einfluss der Europäischen Zentralbank zur Lösung der Finanz- und Wirtschaftskrise**“ statt. Eröffnet wurde die Veranstaltung durch den Präsidenten der Bundesakademie Dr. Alexander Eisvogel. Zum Thema referierten und diskutierten anschließend Professor Gerhard Illing, Inhaber des Lehrstuhls für Makroökonomie an der Ludwig-Maximilians-Universität München, Professor André Schmidt, Inhaber des Lehrstuhls für Makroökonomie und Internationale Wirtschaft an der Universität Witten / Herdecke und PD Dr. Friedrich Heinemann, Leiter des Forschungsbereichs „Unternehmensbesteuerung und Öffentliche Finanzwirtschaft“ am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung Mannheim. Lesen Sie nachstehend ein kurzes Interview mit den drei Referenten.



Das Interview führte Herr Dr. Philipp König vom Deutschen Institut für Wirtschaft.

Frage: Wird die Währungsunion in ihrer bisherigen Ausgestaltung, mit einer einheitlichen Geldpolitik und nationalen Fiskalpolitiken unter Einhaltung der gegenwärtigen Maastricht-Regeln, Bestand haben?



Illing: Ich denke nicht. Es wäre gefährlich, darauf zu vertrauen, dass eine Strategie minimaler fiskalischer Koordination ohne nationalen Souveränitätsverzicht dauerhafte Stabilität sichern könnte. Eine striktere Einhaltung der Maastricht-Regeln hätte die Krise ohnehin nicht verhindert. Sehen Sie sich Spanien und Irland an. Beide Länder haben die Maastricht-Kriterien nahezu mustergültig eingehalten und erleben trotzdem eine dramatische Krise. Wir dürfen uns auch nicht der Illusion hingeben, dass

weitere Interventionen der Europäischen Zentralbank die Krise beenden und alle Probleme lösen werden, ohne dass weitere Reformen durchgeführt werden. Die EZB-Maßnahmen sind zwar notwendig und hilfreich, um die Zeit für weitergehende Reformen zu schaffen. Wird diese jedoch nicht genutzt, ist es nur eine Frage der Zeit, bis wir wieder eine Krise erleben werden; und die wird vermutlich schwerwiegender sein als die gegenwärtige. Grundsätzlich halte ich zwei Szenarien für realistisch. Entweder kommt es zur längst überfälligen „politischen Union“, das heißt, zu einer stärkeren Integration der Mitgliedsländer mittels der Übertragung von Haushaltsrechten an eine demokratisch legitimierte Zentralregierung. Die muss wiederum über die notwendigen Rechte verfügen, um Sanktionen durchzusetzen und Transfers einzuführen, mit deren Hilfe Unterschiede in den Konjunkturzyklen ausgeglichen werden können. Geschieht das nicht und verfolgen die jeweiligen Regierungen ihre nationalen Interessen, wird es wohl zu einem Auseinanderbrechen des Euroraums kommen.



Schmidt: Ich stimme Ihnen teilweise zu. Der bisherige Kurs kann so nicht weitergeführt werden. Aber im Gegensatz zu Ihnen sehe ich die Krisenpolitik der EZB kritischer. Die EZB übernimmt im Prinzip fiskalische Aufgaben. Sie hat einerseits im Rahmen des SM-Programms Staatsanleihen gekauft und damit die Regierungen von der Last eigener Reformbemühungen befreit; andererseits kann sie unter dem OMT-Programm indirekt Reformprogramme diktieren. Paradoxerweise verzeichnet sie dadurch einen erheblichen

Machtzuwachs, wird aber gleichzeitig ihrer Unabhängigkeit beraubt. Die Erfüllung ihres eigentlichen Ziels, die Preisniveaustabilität zu gewährleisten, wird dadurch erschwert. Sie kauft eben nicht mehr

Zeit, sondern erlaubt die Verschleppung der Reformbemühungen. Die aktuelle Krise ist doch vor allem auch eine institutionelle Krise. Zwischen der institutionellen Qualität in Deutschland und der der Krisenstaaten klafft eine große Lücke. Diese gilt es zu schließen, bevor wir über eine etwaige politische Union reden. Wie da eine Zentralbank helfen soll, die zunehmend fiskalische Aufgaben übernimmt ist mir nicht klar. Trotzdem haben Sie Recht, es wird mittelfristig entweder eine politische Union geben oder der Euroraum wird auseinanderbrechen.



Heinemann: Ich glaube nicht, dass es nur die Wahl zwischen politischer Union und Auseinanderbrechen der Währungsunion gibt. Ein so großer Souveränitätsverzicht, mit dem eine politische Union zwangsläufig verbunden sein wird, ist politisch schwer durchsetzbar und von den Bürgerinnen und Bürgern kaum mehrheitlich gewünscht. Klar ist aber auch, dass eine Kombination aus fiskalischer Autonomie und Haftungsgemeinschaft auf Dauer nicht tragfähig ist. Es muss eine

Kongruenz zwischen der gewünschten Autonomie der einzelnen Staaten und der gemeinsamen Haftung bestehen. Hier gibt es aber durchaus einen geeigneten Mittelweg, die Anpassungsunion. Damit meine ich eine engere Verknüpfung von Transferzahlungen und Reformen. Wenn sämtliche EU-Transfers an stärkere Auflagen zur institutionellen Reform geknüpft werden, kann die institutionelle Konvergenz beschleunigt werden. Ein bislang fehlendes Element einer solchen Anpassungsunion wäre auch ein funktionsfähiges Insolvenzsystem für Euro-Mitgliedstaaten. Herr Schmidt hat außerdem Recht, wenn er von einer institutionellen Krise spricht. Die Krisenländer müssen insbesondere eine funktionsfähige Verwaltung aufbauen und ihre Arbeitsmärkte flexibler gestalten. Unter Einhaltung der bisherigen Kriterien und zusätzlicher strenger Auflagen und Strukturreformen kann der Euro auch ohne eine weitreichende politische Union weiterbestehen.

Frage: Im Sommer 2012 hat die EZB das OMT-Programm eingeführt. Unter diesem Programm erklärt sie sich bereit, im Notfall unbegrenzt Staatsanleihen bestimmter Länder auf den Sekundärmärkten zu erwerben. Dabei schränkt sie das allerdings auf Anleihen kurzer Laufzeit ein und knüpft dies an die Voraussetzung strikter Reformauflagen. Bis heute ist allerdings kein einziger Euro unter diesem Programm geflossen. Kann man trotzdem beurteilen, ob das OMT-Programm erfolgreich war?

Illing: Ohne Zweifel. Das OMT war erfolgreich. Schon allein aufgrund der Ankündigung sind die Zinsen der Peripherie-Länder gesunken.

Schmidt: Ich sehe das auch so. Die EZB konnte mit Hilfe der Ankündigung des OMT-Programms die Zinsen der Krisenländer absenken. Die Frage ist aber, ob das auch richtig war. Sollte die Geldpolitik sich politisch instrumentalisieren lassen und ihr eigentliches Ziel der Preisstabilität aufgeben? Eine Zentralbank kann doch nur effektiv das Preisniveau stabilisieren, wenn sie auch de facto von politischer Einflussnahme unabhängig ist und sich voll und ganz auf ein Ziel konzentrieren kann. So war das ja auch ursprünglich gedacht. Die Verträge regeln, dass die EZB die Wirtschaftspolitik der EU nur unterstützen darf, wenn dadurch das Ziel der Preisstabilität nicht gefährdet wird. An diesen Prinzipien muss die EZB festhalten. Der Zweck heiligt nicht die Mittel. Abgesehen davon ist die Behauptung der EZB fadenscheinig, sie betreibe keine monetäre Staatsfinanzierung, weil sie nur an den Sekundärmärkten und nicht auf den Primärmärkten kauft. Sie übt ja trotzdem Einfluss auf die Zinsen neu ausgegebener Anleihen aus, so dass sie auch durch Aufkäufe am Sekundärmarkt auf die Staatsfinanzen einwirkt.

Illing: Hier muss ich einhaken. Das OMT-Programm war die Reaktion der EZB auf die Gefahr, dass der Euroraum auseinanderbricht. Wir hatten es mit einer Situation multipler Gleichgewichte zu tun. Die Ankündigung von Mario Draghi, den Euro in jedem Fall erhalten zu wollen, hat das nötige Vertrauen geschaffen, um die Spirale sich selbst erfüllender Erwartungen an den Finanzmärkten zu durchbrechen. Dass das überhaupt nötig war liegt in einem Design-Fehler des Euroraums begründet. Es fehlt schlicht an einem fiskalischen Gegenpart, der die impliziten Risiken aus Zentralbankaktivitäten und Bankenabwicklung, insbesondere aus der Übernahme der „Lender-of-last-resort“-Funktion, übernimmt. Es war naiv, zu glauben, dass solche Risiken gerade dann nicht entstehen, wenn man ihre Aufteilung nicht explizit regelt. Dadurch wird die EZB in die Rolle gedrängt, entweder den Euro aufrecht zu erhalten und als Substitut für diese fehlende Fiskalbehörde zu fungieren oder den Euro auseinanderbrechen zu lassen. Für Letzteres hat sie aber auch nicht das Mandat.

Heinemann: Aber ist es eigentlich Aufgabe der EZB, die heutige Zusammensetzung der Eurozone um jeden Preis zu verteidigen? Eigentlich handelt es sich dabei um eine politische Entscheidung. Was die Trennung zwischen Geld- und Fiskalpolitik betrifft muss ich zwei Dinge anmerken. Die Auffassung der EZB, dass es sich bei OMT um reine Geldpolitik handelt, ist nicht überzeugend. Durch die enge Anbindung von OMT und die fiskalischen Kriseninstrumente hat die EZB dabei ihre eigene Argumentation geschwächt. Insbesondere die Bindung an den ESM und die strikte Konditionalität des Programms erhärten den Verdacht einer fiskalischen Motivation. Gleichzeitig hat die Geldpolitik aber natürlich immer - auch ohne das OMT-Programm - fiskalische Konsequenzen. Schon eine normale Leitzinssenkung wirkt sich auf die Zinsen für Staatsanleihen aus und hat somit einen indirekten Einfluss auf die Staatsfinanzen. Dieses Argument der OMT-Kritiker geht somit eigentlich ins Leere, die enge ESM-Anbindung ist aber ein Problem.

Frage: Um was handelt es sich bei einer Situation „multipler Gleichgewichte“, von denen eben auch wieder die Rede war und auf die von Befürwortern des OMT häufig verwiesen wird?

Heinemann: Stark vereinfacht lassen sich zwei verschiedene Sichtweisen auf die Ursachen einer Finanz- und Schuldenkrise unterscheiden. Die eine besagt, dass die Krise durch schlechte ökonomische Fundamentaldaten, zum Beispiel schwache Institutionen, fehlende Wettbewerbsfähigkeit, hohe Staatsverschuldung oder übermäßiges Leistungsbilanzdefizit, ausgelöst wird. Die andere Sichtweise führt die Krise auf sich selbst erfüllende Erwartungen zurück. Um ein Beispiel zu geben: Wenn die Märkte an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zweifeln, werden Investoren hohe Zinsaufschläge fordern, um sich gegen einen Zahlungsausfall abzusichern. Die hohen Zinsen verschlechtern aber die Finanzlage des Staates und verschärfen sein Verschuldungsproblem. Dies wiederum destabilisiert den Finanzsektor und die Finanzierungsbedingungen in der Realwirtschaft verschlechtern sich; es kommt zu einer Krise. Haben die Märkte allerdings keinen Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des Staates, dann geben sich Investoren mit niedrigeren Zinsen zufrieden und das Verschuldungsproblem verschärft sich nicht; die Krise bleibt aus. Es gibt also zwei mögliche Zustände, ein „gutes“ und ein „schlechtes“ Gleichgewicht, die mit ein- und denselben Fundamentaldaten vereinbar sind und nur von den Erwartungen der Marktteilnehmer abhängen. Aus dieser Sicht wirkt die Einführung des OMT stabilisierend, da es verhindert, dass die Erwartungen, die zum „schlechten“ Gleichgewicht führen, überhaupt erst entstehen können.

Frage: Spricht etwas dafür, dass im Euroraum eine Situation „multipler Gleichgewichte“ vorlag?

Illing: Nach Mario Draghis Ankündigung im Juli 2012 und der darauffolgenden Einführung des OMT im September sind die Zinsaufschläge der Krisenländer massiv gesunken. Gleichzeitig kam es aber nicht etwa zu einem entsprechenden Anstieg der Zinsen der Kernländer, wie etwa Deutschland. Letzteres hätte man aber beobachten müssen, wenn es sich um eine reine Fundamentalkrise gehandelt hätte und die Märkte erwartet hätten, dass das OMT-Programm zu einer Sozialisierung der übermäßigen Schulden der Peripheriestaaten führt. Insofern ist das Sinken der Zinsaufschläge der Krisenländer aufgrund der reinen Ankündigung ein klares Indiz, dass es sich um eine Situation „multipler Gleichgewichte“ gehandelt hat und die Erwartungen der Märkte stabilisiert und in die richtige Richtung gelenkt wurden.

Heinemann: Es wäre allerdings auch falsch, die Fundamentaldaten als gänzlich irrelevant einzustufen. Schlechte Fundamentaldaten erhöhen die Anfälligkeit für „multiple Gleichgewichte“. Hohe Staatsschulden und übermäßige Leistungsbilanzdefizite erzeugen beispielsweise diese Anfälligkeit. Es ist eben gerade nicht ein vergleichsweise solides Land wie Deutschland, das in ein „schlechtes“ Gleichgewicht geraten kann, sondern Länder deren ökonomische Fundamentaldaten hinreichend problematisch sind.

Illing: Da stimme ich Ihnen zu, allerdings waren die Staatsschulden nicht der wesentliche Faktor, sondern der massive Anstieg der privaten Verschuldung in den Krisenländern. Erst dadurch sind diese Länder so anfällig gegenüber einem „sudden stop“, also dem plötzlichen Ausbleiben der Kapitalzuflüsse, geworden. Was dann erschwerend hinzukommt ist die Tatsache, dass die es keine konzertierte europäische Bankenrettung gegeben hat, sondern die jeweiligen nationalen Regierungen ihre Banken alleine retten mussten. Dadurch ist dann der Teufelskreis aus Bank- und Staatsschuldproblemen entstanden, der wiederum die Entstehung multipler Gleichgewichte begünstigt hat.

Schmidt: Sicherlich gibt es Situationen multipler Gleichgewichte. Aber es gibt auch eine andere Interpretation der Zinsentwicklung. Vor Einführung des Euro waren die Zinsen der Krisenländer ja auch schon hoch. Die Angleichung der Zinsen in Folge der Einführung des Euro war die Reaktion der Märkte auf den Konflikt zwischen Solidarität und „No-Bailout“ und der Erwartung, dass im Zweifelsfall die „No-Bailout“-Klausel nicht durchgesetzt wird. Die Zinsen sind erst dann wieder so dramatisch angestiegen, als Frau Merkel und Herr Sarkozy klargestellt haben, dass die „No-Bailout“-Klausel tatsächlich gilt. Dass sie nach der Ankündigung von Draghi wieder gesunken sind, ist wiederum die logische Schlussfolgerung der Märkte, dass die „No-Bailout“-Klausel nun doch nicht so streng gehandhabt wird. Wenn man die EZB-Politik vor dem Hintergrund multipler Gleichgewichte rechtfertigt, so impliziert dies, dass die Zinssteigerungen an den Kapitalmärkten für die Peripheriestaaten nicht gerechtfertigt waren, also auf falschen Annahmen der Kapitalmarktakteure beruhten. Genau dies stelle ich jedoch in Frage.

Frage: Lassen Sie uns zum Schluss noch kurz auf die in der letzten Zeit häufiger geäußerte Kritik, die Politik der EZB enteigne die deutschen Sparer, zu sprechen kommen. Ist dies, vor allem angesichts der niedrigen Zinsen, die die Inflation kaum mehr ausgleichen, ein berechtigter Einwand?

Schmidt: Durchaus, ich spreche hier von finanzieller Repression, also einer Situation, in der es zu einer Umverteilung von den Sparern hin zum Staat kommt. Die Schuldenkrise lässt sich als Investorenstreik interpretieren, bei dem die Sparer sich weigern, den bedrängten Staaten ihre

Ersparnisse zur Verfügung zu stellen. Aber anstatt höhere Zinsen zu bieten und so Anlegern einen Anreiz zu geben, ihm wieder Geld zu leihen, „enteignet“ der Staat die Anleger. Die EZB macht dabei mit, indem sie die Zinsen so niedrig hält, dass zum Beispiel der Realzins in Deutschland inzwischen negativ geworden ist. Gleichzeitig begünstigt die EZB Staatsanleihen, indem sie im Rahmen der Anleihekaufprogramme die Zinsen auf Staatsanleihen deckelt. Dies lässt sich als Regime fiskalischer Dominanz interpretieren. Das Preisniveau wird nun nicht mehr durch die Zentralbank gesteuert, sondern durch die Budgetpolitik des Staates. Ist eine Regierung mit der Situation konfrontiert, dass der Wert ihrer realen Staatsschulden den Gegenwartswert ihrer Steuereinnahmen überschreitet, müsste sie eigentlich Ausgaben senken und Steuern erhöhen. Beides ist aber unpopulär. Die dritte Möglichkeit ist dann, das Preisniveau bzw. die Inflation zu erhöhen und dadurch den Realwert der Staatsschulden zu senken. Die gegenwärtige fiskalische Dominanz im Euroraum birgt deswegen ein erhebliches Risiko für die reale Entwertung der Ersparnisse.

Heinemann: Meiner Meinung nach überstrapazieren Sie den Begriff „finanzielle Repression“. Ursprünglich wird damit doch eine bestimmte Finanz- und Geldpolitik von Schwellenländern bezeichnet, in denen der Staat sich durch Zinsregulierung, Kapitalverkehrskontrollen und privilegierten Zugriff auf Bankkredite zulasten der Sparer bereichert. All das ist im Euroraum kaum der Fall. Außerdem zwingt ja niemand den Sparer, deutsche Staatsanleihen zu kaufen und einen so niedrigen Zins in Kauf zu akzeptieren. Die Nachfrage nach diesen Anleihen ist aber offenbar sehr hoch, so dass sich eben im Marktgleichgewicht ein niedriger Zins einstellt. Ein solches Marktgleichgewicht hat mit gesetzlich forcierten Niedrigzinsen einer finanziellen Repression nichts zu tun.

Illing: Gegenwärtig besteht im Euroraum ja auch keine Inflationsgefahr, sondern vielmehr eine Deflationsgefahr.

Schmidt: Sie sprechen von Güterpreisdeflation. Was ist aber mit Vermögenspreisinflation und der Gefahr von Blasen? Die Aktien- und Hauspreisblasen sind doch gerade eine Folge der ultralockeren Geldpolitik der jüngeren Vergangenheit. Und das beobachten wir auch jetzt, schauen Sie doch nur die Entwicklung des DAX an.

Heinemann: Eine ultralockere Geldpolitik führt aber nicht zu sinkender Inflation beziehungsweise Deflation. Seit den 70er Jahren sind die Inflationsraten weltweit gesunken. Unter anderem eine Folge der Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik.

Illing: Wir müssen an diesem Punkt zwischen verschiedenen Zinsen unterscheiden. Die Geldpolitik kann nur den kurzfristigen Realzins beeinflussen. Relevant für Anlage-, Konsum- und Investitionsentscheidungen ist aber insbesondere der langfristige Realzins. Aktuell ist der langfristige Realzins weltweit sehr niedrig, eine Folge verstärkter Ersparnisbildung bei gleichzeitig weltweit sehr niedrigen Investitionsquoten. Es droht eine Phase „säkularer Stagnation“, auch hervorgerufen durch eine Investitionsschwäche in den Industrieländern. Niedrige Leitzinsen geben einen Anreiz für verstärkte Investitionen und können so einen Beitrag dazu leisten, um aus dieser Falle herauszukommen. In der jetzigen Phase die Zinsen anzuheben wäre dagegen kontraproduktiv, weil damit die Gefahr einer „säkularen Stagnation“ enorm verstärkt würde. Das richtige Rezept zur Bekämpfung von Blasenbildung besteht in angemessener makro-prudenzieller Regulierung.