

### Kollateralschäden der EZB-Strategie: die ultralockere Geldpolitik nutzt wenig - und schadet vielen

Dieter, Heribert

Veröffentlichungsversion / Published Version

Arbeitspapier / working paper

**Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:**

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP)

#### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Dieter, H. (2015). *Kollateralschäden der EZB-Strategie: die ultralockere Geldpolitik nutzt wenig - und schadet vielen*. (SWP-Aktuell, 2/2015). Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik -SWP- Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-417425>

#### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

#### Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

## Kollateralschäden der EZB-Strategie

Die ultralockere Geldpolitik nutzt wenig – und schadet vielen

Heribert Dieter

Das Jahr 2015 wird ein Schicksalsjahr für die Europäische Zentralbank. Zu erwarten ist, dass sie von Ende Januar an Staatsanleihen der Mitgliedsländer aufkaufen wird. Die EZB geht damit bedeutende Risiken ein und wird abhängig von der Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten. Wie das Beispiel Griechenland zeigt, wird die Zentralbank – ebenso wie andere staatliche Kreditgeber – mit einem solchen Schritt erpressbar. Regierungen können mit Einstellung des Schuldendienstes drohen und die EZB so zwingen, die Finanzierung fortzusetzen. Die Begründung dafür, in die Finanzierung von Mitgliedstaaten einzusteigen, ist zudem fadenscheinig. Die angeblichen Deflationsgefahren sind gering: Preisrückgänge gibt es bei Äpfeln und Heizöl, nicht jedoch bei Werkzeugmaschinen und langlebigen Konsumgütern. Mehr und mehr wird zugleich deutlich, dass die mit der lockeren Geldpolitik einhergehende Abwertung des Euro vielen Handelspartnern Europas – von der Schweiz bis zu den USA – gewaltige Nachteile beschert.

Mit großer Fanfare kündigt die EZB einen Politikwechsel an – wegen des großen Risikos einer Deflation müsse sie Staatsanleihen aufkaufen. Die EZB plant, ab Ende Januar 2015 Staatsanleihen im Volumen von bis zu einer Billion Euro zu kaufen. Die wichtigsten Fragen dabei sind: Gibt es das Deflationsrisiko tatsächlich? Was würde der Kauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt daran ändern? Und hat die EZB bislang schon die richtigen Maßnahmen ergriffen, um die Finanzmärkte in Europa zu stabilisieren?

### Die falsche Diagnose

Schon die bisherigen Analysen der EZB können nicht überzeugen. Zutreffend ist, dass

es in einigen Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion (EWU) einen Rückgang des Preisniveaus gibt. Jedoch ist dies alles andere als schädlich. In einer Währungsunion entfällt die Möglichkeit, die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen (im konkreten Fall etwa griechischer) durch Abwertung zu steigern. Die einzige Möglichkeit dazu ist, die Preise zu senken, und genau das geschieht momentan. Griechenlands Firmen haben gar keine andere Möglichkeit, wollen sie ihre Waren und Dienstleistungen preislich attraktiver machen.

Griechenland ist in der Eurozone allerdings ein Sonderfall. In Hellas sanken die Preise 2013 und 2014 um 2,3 bzw. 2,2 Prozent, während sie etwa in Deutschland in

diesen beiden Jahren um 2,1 bzw. 2,0 Prozent stiegen. In den anderen Krisenländern wiederum blieben die Preise 2013 und 2014 stabil; in Spanien etwa verharren sie seit 2009 auf einem nahezu unveränderten Niveau. Die Anpassung in der Eurozone funktioniert also, wenn auch sehr langsam.

Insgesamt besteht für die Eurozone kein Grund für hektische Betriebsamkeit. Der Rückgang der Verbraucherpreise im Dezember 2014 um 0,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat beruhte fast ausschließlich auf den stark gesunkenen Preisen für Energie und einige Agrarprodukte. Unverarbeitete landwirtschaftliche Erzeugnisse wurden um 1,0 Prozent billiger, bei Energie waren es sogar 6,3 Prozent. Ohne diese Produktgruppen, deren Preise stets stark schwanken, stiegen die Preise in der Eurozone um 0,8 Prozent im Vergleich zum Dezember 2013.

Die EZB sollte zudem die Folgen ihrer eigenen Politik besser durchdenken. Sie will gleichzeitig zwei Ziele erreichen, die sich gegenseitig ausschließen. Einerseits möchte sie, dass die Banken Risiken abbauen, um künftigen Krisen besser trotzen zu können. Dies ist gewiss ein sinnvolles Unterfangen. Die Banken müssen dazu ihre Eigenkapitalbasis stärken und besonders risikoreiche Engagements beenden. Andererseits will die EZB, dass die Banken mehr Kredite vergeben. Aber der Finanzsektor ist zögerlich – und wird dafür von der EZB kritisiert.

### **Deflation bei Öl, nicht bei Maschinen**

Es handelt sich also keineswegs um eine breit angelegte Deflation, sondern um sinkende Preise von bestimmten Gütern – bei Äpfeln und Heizöl, nicht aber bei anderen Warengruppen. Dies ist von zentraler Bedeutung, will man das Risiko bewerten. Denn erst wenn Konsumenten und Investoren glauben, künftig billiger einkaufen zu können, herrscht eine gefährliche Deflation. Dies ist erkennbar nicht der Fall: Konsumenten verschieben nicht den Großeinkauf, und Autofahrer tanken nicht spä-

ter. Investoren sind zurückhaltend, aber nicht wegen der Erwartung, künftig Maschinen billiger kaufen zu können. Die Sorge vor einer schweren Deflation erscheint auch deshalb überzogen, weil Gewerkschaften heute – anders als in den 1930er Jahren – eine Senkung der Löhne verhindern können.

Die Inflationserwartungen sind zudem keinesfalls gesunken. Die Finanzmärkte rechnen mit einer Rate von 1,6 Prozent in fünf Jahren. Gewiss, 2015 werden Öl und Rohstoffe noch einmal für ein sinkendes Preisniveau sorgen. Aber ab 2016, wenn die Effekte der Ölpreis-Senkungen verarbeitet sind, ist mit deutlich höheren Inflationsraten zu rechnen.

In der Vergangenheit haben die Notenbanken stark schwankenden Preisen für Rohstoffe und Agrarprodukte keine Bedeutung zugemessen. Das ist auch vernünftig. Es wäre absurd gewesen, wegen steigender Ölpreise die Konjunktur zusätzlich durch eine Straffung der Geldpolitik zu belasten. Im umgekehrten, heutigen Fall wäre die gleiche Gelassenheit angemessen: Die EZB sollte die für Europas Wirtschaft ausgesprochen nützliche Senkung der Energiepreise einfach ignorieren.

Genau betrachtet, sind die Preisentwicklungen bei Agrarprodukten und Rohstoffen weder überraschend noch neu. Die Sanktionen Russlands gegenüber Agrarimporten aus der EU – eine Reaktion auf vorhergehende Strafmaßnahmen der Europäer – haben zu einem Überangebot geführt, das sich stark preisdämpfend auswirkt. Nicht viel anders verhält es sich auf den Ölmärkten. Aktuell herrscht dort ein Überangebot; auf den Spotmärkten wird Öl so billig gehandelt wie lange nicht mehr. Die Preise sind in sechs Monaten von mehr als 110 Dollar pro Fass auf unter 50 Dollar pro Fass gefallen.

In historischer Perspektive ist Öl aber nach wie vor teuer. 1999 kostete Rohöl etwa zehn Dollar pro Fass. Das zwischenzeitlich sehr hohe Preisniveau machte Investitionen in neue, unkonventionelle Quellen attraktiv. Damit stieg das Angebot – und die Prei-

se fielen. Genauso verhält es sich mit vielen anderen Rohstoffen. Ob Eisenerz, Kohle oder Kupfer: Die Preise fallen auf breiter Front, was die lange geäußerte These widerlegt, dieses Mal sei alles anders und die Rohstoffpreise würden nun dauerhaft auf hohem Niveau bleiben.

Schmerzlich ist dies für Länder wie Venezuela oder Russland, die von hohen Ölpreisen abhängig sind – wie sehr, verdeutlicht ein Blick in die neuere Wirtschaftsgeschichte. 1999 lag die russische Wirtschaftsleistung bei 195 Milliarden Dollar und 1300 Dollar auf Pro-Kopf-Basis. 2013 belief sich das russische BIP auf 2,1 Billionen Dollar, hatte sich also mehr als verzehnfacht, und ebenso rasant war der Pro-Kopf-Wert gewachsen – auf 14 600 Dollar. Die russische Notenbank hat mit der Kombination von Ölpreisverfall und stark sinkendem Wechselkurs des Rubels tatsächlich ein Problem. Aber warum schafft sich die EZB selbst eines?

### **Die stille Einführung einer Haftungsunion**

Wenn die Preisentwicklung bei Lichte betrachtet also kein hinreichendes Motiv für den Kauf von Staatsanleihen sein kann, ist zu fragen, welches Ziel die EZB mit dieser Maßnahme verfolgt. Klar ist, dass sie damit Neuland betritt. Und angesichts des drohenden Zahlungsausfalls in Griechenland – sollte die Syriza-Bewegung von Alexis Tsipras die Wahlen am 25. Januar gewinnen – scheint es sinnvoll, die Gefahr möglicher weiterer Zahlungsausfälle zu erörtern.

Bislang hat die EZB durch ihre Teilnahme an den Rettungsmaßnahmen für Griechenland ausgeschlossen, dass es zu Zahlungsausfällen kommt. Sie hat sich damit im Alleingang – und ohne entsprechende rechtliche Absicherung – zum bevorrechtigten Schuldner erklärt. Die EZB nimmt also einen Status in Anspruch, den der Internationale Währungsfonds seit Jahrzehnten genießt. Schulden beim IWF werden stets bedient. Selbst Argentinien hat seine Verbindlichkeiten beim Fonds voll-

ständig zurückgezahlt – auch wenn sich die Regierung von Nestor Kirchner dafür Geld bei dem von Hugo Chavez geführten Venezuela leihen musste.

Aber welches Verfahren würde angewandt, sollte ein großer Kreditnehmer der EZB, etwa Italien, den Schuldendienst einstellen? Ein solches Szenario mag manchen utopisch erscheinen, aber schon heute werden in Italien bei zwei großen politischen Gruppierungen – der Lega Nord und der Fünf-Sterne-Bewegung – Rufe nach einem Austritt aus der Eurozone laut. Da die EZB die Verlängerung ihrer Bilanz um eine Billion Euro anstrebt, das heißt den Ankauf von Staatsanleihen in gleicher Höhe, geht es hier um gewaltige Summen.

Sollte etwa Italien Hauptnutznießer des Ankaufprogramms werden, könnte auf die EZB und ihre Anteilseigner ein gewaltiges Ausfallrisiko zukommen. Unterstellt man einmal, dass die EZB am Sekundärmarkt italienische Anleihen im Wert von 500 Milliarden Euro kauft, dann ist dies ein Wagnis für die Teilnehmer am Eurosystem. Die Bundesrepublik würde ein Risiko von rund 140 Milliarden Euro schultern.

Ist diese Skepsis angemessen? Betrachtet man die Geschichte der europäischen Rettungspolitik, sind Zweifel an der Risikolosigkeit des EZB-Programms angebracht. Als der IWF, die EZB, der europäische Rettungsschirm ESM und bilaterale Geber im Jahr 2011 bis dato private Schulden übernahmen, wurden Haftungsrisiken für die öffentliche Hand kategorisch ausgeschlossen. Diese Behauptung hat sich als unrichtig erwiesen. Schon heute müssen die öffentlichen Kreditgeber Griechenland subventionieren. Die Zinsbelastung des Landes liegt bei 2,4 Prozent und damit unter dem Wert von Klassenprimus Deutschland, der 2,7 Prozent berappen muss. Die übrigen Staaten der Eurozone, darunter auch deutlich ärmere als Griechenland, bezuschussen also die griechische Gesellschaft.

Schon dies ist ein zweifelhaftes Ergebnis, doch möglicherweise wird die Rechnung noch teurer. Heute fordern griechische Politiker und einige deutsche Ökonomen, etwa

DIW-Chef Marcel Fratzscher und Henrik Enderlein von der Hertie School of Governance, einen weiteren Schuldenschnitt für Griechenland. Genannt wird eine Belastung von 50 Milliarden Euro – allein für Deutschland.

Bemerkenswert ist, wie die EZB den Aufkauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt begründet. Infolge stark ansteigender Risikoprämien für Staatsanleihen von EWU-Mitgliedsländern sei eine »kritische finanzielle Gesamtlage entstanden«, so die Zentralbank. In dieser Phase müsse sie dafür sorgen, dass sie ihre geldpolitischen Aufgaben ordnungsgemäß wahrnehmen könne – und Staatsanleihen kaufen.

Einmal davon abgesehen, dass die EZB und ihr Präsident Mario Draghi Reaktionen des Marktes gleichsam ausschalten möchten, stellt sich die Frage, welche »kritische Gesamtlage« heute denn noch herrscht. Die Zinsen auf Staatsanleihen europäischer Schuldner liegen bei Rekordtiefs. Es gibt überhaupt keinen Anlass, temporäre Übertreibungen der Märkte zu korrigieren. Das angebliche Ziel, den Zins für Staatsanleihen wieder zu normalisieren, wurde auch ohne deren Ankauf erreicht. Welchen Zweck hat es also, dass die Notenbank damit beginnt, Staaten indirekt zu finanzieren?

Übersehen wird häufig, dass das Verbot der unmittelbaren Finanzierung von Mitgliedstaaten nach Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union nicht automatisch bedeutet, der Kauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt sei erlaubt. Gemäß Ratsverordnung 3603/1993 ist der Erwerb von Schuldtiteln auf den Sekundärmärkten ebenfalls untersagt. Dieses Detail ließ der Generalanwalt am Europäischen Gerichtshof denn auch unberücksichtigt, als er seinen Schlussantrag vom 14. Januar 2015 zur Entscheidung über den Kauf von Staatsanleihen formulierte.

Was also steckt hinter dem Plan der EZB? Es hat den Anschein, als ob diese partout nach einer Begründung für ihr waghalsiges Treiben sucht. Da die Zinsen so stark gefallen sind – ohne jedoch das Wachstum zu

stimulieren –, wird nun, wie erwähnt, das Gespenst einer drohenden Deflation beschworen. Unerwähnt bleiben die zahlreichen Nebenwirkungen der Draghi'schen Medizin.

Die wichtigste ist, dass den kriselnden Ländern, insbesondere Italien, ein trügerisches Gefühl von Sicherheit vermittelt wird. Trotz stockender Reformen, ausbleibenden Wachstums und schrumpfender Industrieproduktion in dem Land würden die Risikoprämien für Italien nicht etwa steigen, sondern dank EZB weiter sinken. Die Frage ist, wie lange Volkswirtschaften wie Italien oder Frankreich noch brauchen, um Reformen umzusetzen. Und was macht die EZB, wenn Veränderungen trotz der gekauften Anpassungszeit ausbleiben? Welches Ausstiegsszenario hat sie für diesen Fall?

Aber es gibt noch weitere Nebenwirkungen. Durch den Ankauf von Staatsanleihen drängt die EZB private Investoren in andere, häufig risikoreichere Anlagen. Damit steigt die Gefahr von Preisblasen, etwa im Immobiliensektor oder auf Aktienmärkten. Dieses Risiko sieht die EZB nicht. Sie unterstellt, dass die Geldpolitik auch in der seit 2008 anhaltenden Krise die konjunkturelle Entwicklung beeinflussen könne.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat dazu eine dezidiert andere Position. Sie betont, dass es sich um eine sogenannte Bilanzrezession handelt. Anders als bei einer konjunkturellen Schwächephase versuchen Banken in einer solchen Situation vor allem, die Qualität ihrer Bilanzen zu verbessern. Zinssenkungen der Zentralbanken verpuffen – die Nebenwirkungen bleiben indes bestehen. Die Liquidität fließt in risikoreiche Anlagen, heute vor allem in Schwellenländer. Sollte es dort zu Turbulenzen kommen, werden die negativen Effekte auch in den OECD-Staaten zu spüren sein.

Gewarnt wird im Januar 2015 vor einem Austritt Griechenlands aus der Eurozone, weil dieser sowohl dem Land selbst als auch der Eurozone schaden würde. Griechenland, so der Ökonom Enderlein, hätte dann

größte Schwierigkeiten, auf einen Wachstumspfad zurückzukehren. Ersparnisse der Griechen würden vernichtet, die gesamte Eurozone käme in schwere Turbulenzen. Doch ist ein Austritt Griechenlands oder eines anderen EWU-Mitglieds tatsächlich so negativ zu bewerten? Oder könnte Griechenland nicht sogar profitieren, würde es eine unterbewertete Währung einführen?

### **Der Fall Argentinien**

Aus der Entwicklungsökonomie ist wohl bekannt, dass Volkswirtschaften mit einem überbewerteten Wechselkurs häufig erhebliche Schwierigkeiten haben, Wachstum zu erzeugen. Umgekehrt gilt, dass eine unterbewertete Währung positive Effekte auf die ökonomische Entwicklung hat. Aus Sicht Griechenlands ist die eigene Währung, der Euro, hoch bewertet. Die Unternehmen des Landes haben Schwierigkeiten zu konkurrieren, sowohl auf dem Weltmarkt als auch auf dem Binnenmarkt. Deshalb werden, wie erwähnt, die Preise mühsam nach unten angepasst.

Eine neue Währung würde dieses Problem lösen. Die Wirtschaftsgeschichte kennt zahlreiche Beispiele für die nützliche Wirkung von Abwertungen. Dramatisch war der Fall Argentinien um die Jahrtausendwende. Lange hatte man dort an einem Wechselkurs-Regime festgehalten, das sogar in der Verfassung festgeschrieben war. Ähnlich wie zehn Jahre später in Griechenland hielt der IWF durch mehrere Kredite die Illusion aufrecht, Argentinien könne den Wechselkurs von 1:1 zum Dollar beibehalten. Und ähnlich wie heute in Griechenland waren die Folgen der Überbewertung dramatisch. Die Wirtschaft stagnierte, die Arbeitslosigkeit war hoch, und schließlich erkannte der von Horst Köhler geführte IWF die Aussichtslosigkeit seiner Politik. Der Fonds verweigerte Argentinien 2001 neue Kredite, das Kartenhaus brach zusammen, und turbulente Monate begannen.

Allerdings waren es nur einige Monate. Durch die Abwertung des Peso um etwa 1:4 begann ein kleines argentinisches Wirt-

schaftswunder. Die nationale Wirtschaftsleistung war von 1999 bis 2001 um durchschnittlich 2,7 Prozent pro Jahr geschrumpft, bevor sie 2002 mit einem Minus von 11 Prozent abstürzte. Von 2003 bis 2007 wuchs die Wirtschaft dann aber um 8,6 Prozent pro Jahr. Bemerkenswert war, dass Argentinien entgegen der Erwartung vieler Beobachter nach der Abwertung und dem Zahlungsausfall von Kapitalzuflüssen überschwemmt wurde. Argentinier, die in den Jahren der Überbewertung ihr Kapital ins Ausland gebracht hatten, holten das Geld nach 2002 zurück und investierten es.

### **Schuldenschnitt in Griechenland?**

Ähnliches wäre im Fall Griechenlands zu erwarten. Die Einschätzung ist falsch, dass viele der dortigen Sparer zu leiden hätten, sollte wieder eine eigene Währung eingeführt werden. Vielmehr haben zahlreiche wohlhabende Griechen schon vor längerem Kapital ins Ausland transferiert. Allein in der Schweiz sollen nach Schätzungen mehr als 280 Milliarden Euro aus Griechenland angelegt sein. Naturgemäß ist es unmöglich, hier genaue Zahlen zu nennen, denn es handelt sich um Geld, das vor den Steuerbehörden versteckt wurde. Aber die Annahme scheint plausibel, dass das im Ausland gebunkerte Kapital aus Griechenland einen nennenswerten Umfang hat. Die Bürger des Landes haben in den vergangenen Jahren zudem ihre Bargeldbestände deutlich erhöht. Mit anderen Worten: Das meiste Geld ist vor einer Abwertung geschützt, ob in der Schweiz oder unter der heimischen Matratze.

Zudem wäre es gefährlich, Griechenland weiter entgegenzukommen. Bereits heute zahlt das Land einen geringeren Anteil der Wirtschaftsleistung für den Zinsdienst als andere, weniger verschuldete Staaten. Während Griechenland im Jahr 2014 lediglich 4,2 Prozent des BIP für Zinsen aufwandte, mussten Italien und Portugal für Zinsen auf die Staatschuld 4,5 bzw. 4,6 Prozent des BIP zahlen – bei nennenswert niedrigerer Ver-

schuldung. Gerade in Portugal, das ebenso wie Griechenland ein hartes Sparprogramm verkraften musste, könnte eine weitere Bevorzugung dieses Landes als unfair betrachtet werden. Auch in anderen Ländern, deren Lebensstandard unter dem griechischen liegt, droht eine wachsende Verärgerung über die anhaltende Alimentierung Griechenlands. Dazu gehören etwa die baltischen Staaten, die Slowakei und Slowenien.

Aus Griechenland sind zwar laute Klagen über den gesunkenen Lebensstandard zu hören, doch bei genauer Betrachtung erweist sich das als übertrieben. Gewiss, die Pro-Kopf-Wirtschaftsleistung ist seit Beginn der Krise um 25 Prozent gefallen. Allerdings waren die griechischen Einkommen in den ersten Jahren der EWU-Mitgliedschaft auch um 36 Prozent gestiegen – den dreifachen Wert des Durchschnitts in der Währungsunion. Heute liegen die durchschnittlichen Einkommen in Griechenland noch immer um 8 Prozent über dem Wert bei Euro-Einführung.

Auch bei früheren Finanzkrisen gab es die Forderung nach einem großzügigen Schuldenerlass. 1999 verlangte Russland einen Schuldenschnitt von seinen im Pariser Club organisierten öffentlichen Gläubigern. Der damalige Premierminister Wladimir Putin und sein Finanzminister Mikhail Kasyanov wollten Deutschland und die übrigen Gläubiger zwingen, auf 50 Prozent der ausstehenden Forderungen zu verzichten. Im Fall der Bundesrepublik ging es dabei um immerhin 10 Milliarden Dollar. Die damalige Bundesregierung lehnte ab, und als die Preise für Rohöl stiegen, konnte Russland ohne Probleme die Kredite bei seinen öffentlichen Gläubigern zurückzahlen.

Auch in Griechenland werden nennenswerte Ölvorkommen vermutet. 2014 wurde mit Probebohrungen zur Erschließung der Vorräte begonnen. Athen hofft auf zusätzliche Einnahmen zwischen 375 und 600 Milliarden Euro in den kommenden 15 bis 20 Jahren. Außenminister und PASOK-Chef Evangelos Venizelos plant, mit diesem Geld die Renten- und Krankenkassen zu entlas-

ten. Aus Sicht der Gläubiger des Landes wäre es indes angemessen, zunächst die Schulden bei den europäischen Steuerzahlern zu begleichen.

## **Die unabsehbaren Folgen der Geldschwemme**

Der Fall Griechenland zeigt sehr deutlich die Risiken, die eine aus den Fugen geratene Kreditvergabe mit sich bringt. Die EZB aber verfolgt noch immer eine Politik, die mit einer Liquiditätsschwemme wirtschaftliche Probleme zu lösen versucht. Nach mehr als fünf Jahren extrem lockerer Geldpolitik stellt sich die Frage, warum dieser Ansatz eigentlich nicht die gewünschten Ergebnisse bringt.

Das Independent Evaluation Office (IEO) des IWF hat dies kürzlich untersucht und kam zu ebenso bemerkenswerten wie plausiblen Einschätzungen. Die lose Geldpolitik sei von Anfang an zum Scheitern verurteilt gewesen, weil private Haushalte und Unternehmen diese vor allem dazu nutzten, ihre Verschuldung zu reduzieren (Deleveraging). Eine Stützung der Nachfrage durch billiges Geld ließ sich also nicht erreichen. Nahezu identisch ist die Analyse der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. Nach einer schweren Finanzkrise, so BIZ-Chefvolkswirt Hyun Song Shin, sei die Geldpolitik weniger einflussreich. Investoren in der Realwirtschaft seien verunsichert und würden deshalb Investitionen aufschieben. Einfluss habe die Geldpolitik vor allem auf die Finanzmärkte, und dort seien die Effekte negativ.

Wie das IEO weiter feststellt, hatte die großzügige Geldpolitik der großen Zentralbanken einschließlich EZB negative Effekte für Entwicklungs- und Schwellenländer, weil sich Schuldner von dort auf hochspekulative Carry-Trades eingelassen hätten: Kredite wurden in Europa und den USA aufgenommen und in Schwellenländern investiert. Ausgeblendet blieb dabei das Wechselkursrisiko. Sollte sich die Geldpolitik normalisieren, also das Zinsniveau etwa in den USA deutlich steigen, ist mit einer

Aufwertung der Leitwährungen zu rechnen. Schuldner aus Entwicklungs- und Schwellenländern können dann rasch in schwieriges Fahrwasser geraten, weil sie den Schuldendienst in Dollar leisten müssen, ihre Erträge aber in heimischer Währung erwirtschaften. Die Beträge, um die es hier geht, sind erheblich. Schuldner aus Entwicklungs- und Schwellenländern haben Anleihen im Volumen von 2,6 Billionen Dollar ausgegeben, davon drei Viertel in Dollar denominated.

Die ultralockere Geldpolitik hat also das Ziel, die einheimische Wirtschaft zu beleben, nicht erreicht und zudem erhebliche Nebenwirkungen gehabt. BIZ-Chefökonom Shin nennt diese Geldpolitik – in der vorsichtigen Sprache von Zentralbank-Kreisen – »etwas problematisch«. Die BIZ befürchtet, dass dadurch Risiken im Finanzsystem entstehen, die sich dann von den Bankenaufsichtern nicht mehr kontrollieren lassen. Die Notenbanken sollten nicht zögern, so Shin, die Geldpolitik zu straffen.

Sowohl die amerikanische als auch die europäische Notenbank haben Investoren mit der anhaltenden Niedrigzins-Politik in risikoreichere Anlageformen gedrängt, vermutlich auf Kosten der Finanzmarkt-Stabilität in den USA und Europa. Vor allem aber hat die Liquiditätsschwemme die Risiken für die Finanzmarkt-Stabilität in den Schwellenländern deutlich erhöht. Deren stark angestiegenes Verschuldungsniveau hat entscheidend dazu beigetragen, dass die Gesamtverschuldung aller Staaten, Privathaushalte und Unternehmen (ohne Finanzsektor) zwischen 2008 und 2013 von 174 Prozent der Weltwirtschaftsleistung auf 212 Prozent anwuchs. Besonders dramatisch stieg die Verschuldung in China – von 145 Prozent auf 217 Prozent des BIP. Dabei ist insbesondere der chinesische Schuldenanstieg nicht nachhaltig. Das Wirtschaftswachstum des Landes während der letzten Jahre wurde mit Krediten finanziert, und in Verbindung mit der chinesischen Immobilienblase erinnert das Bild an die USA oder Spanien vor Ausbruch der jeweiligen Finanzkrisen.

## **Kooperiert die EZB mit der Fed?**

Im Jahr 2015 wird die amerikanische Notenbank Fed vermutlich ihre Ankündigung umsetzen und das Zinsniveau anheben. Schon heute sorgt diese Erwartung an den Finanzmärkten dafür, dass der Euro gegenüber dem Dollar schwächer wird. Aber ist es sinnvoll, dass die EZB auf eine Unterbewertung der Währung setzt? Wem hilft, wem schadet diese Politik?

Aus früheren Phasen starker Zinsunterschiede zwischen den USA und Europa ist bekannt, dass der Dollar zeitweilig sehr stark aufwerten kann. Anfang der 1980er Jahre setzte der damalige Fed-Chef Paul Volcker auf eine sehr restriktive Geldpolitik, um hohe Inflationsraten zu bekämpfen. Die Bundesbank und andere Notenbanken folgten der amerikanischen Hochzinspolitik nicht – mit der Folge, dass der Dollar seinen Wert gegenüber der Deutschen Mark zwischen 1980 und 1985 verdoppelte. In der Spitze mussten für einen Dollar 3,47 DM bezahlt werden.

Für Europas Unternehmen war dies eine willkommene Hilfe, für die amerikanische Konkurrenz hingegen fatal. In jener Phase beschleunigte sich die Deindustrialisierung der USA. Die Verlagerung von Fabriken ins Ausland war nicht zuletzt wegen des teuren Dollars ausgesprochen lukrativ. Doch würde die heutige US-Regierung erneut eine Phase des überbewerteten Dollars zulassen? Es ist zwar richtig, dass die USA auf einen Wachstumspfad zurückgekehrt sind. Die OECD rechnet mit einem realen Plus von 3,1 Prozent im Jahr 2015 nach 2,2 Prozent 2014. Doch die in den letzten Jahren zu beobachtende Reindustrialisierung der USA würde durch einen stark ansteigenden Dollarkurs gefährdet. Die Fed wird nicht zulassen, dass dies geschieht.

Deshalb ist zu befürchten, dass die Risiken für die Finanzmarkt-Stabilität weiter wachsen werden. Billiges Geld wird Preisblasen auf Aktien- und Immobilienmärkten begünstigen. In der Wirtschaftsgeschichte gibt es zahlreiche Beispiele für die negativen Effekte einer Geldpolitik, welche die Risiken ignoriert, die durch den starken

Anstieg von Preisen entstehen. Ein besonders drastisches Beispiel ist Japan, das in den späten 1980er Jahren die Entstehung einer doppelten Preisblase – bei Aktien und Immobilien – zuließ. Das Land kämpft noch 25 Jahre nach Platzen der Blase mit den Folgen dieser unangemessenen Geldpolitik.

Die EZB muss wissen, was für die USA auf dem Spiel steht. Sie sollte – auch angesichts boomender Aktien- und Immobilienmärkte in einigen europäischen Ländern – gemeinsam mit der Fed das Zinsniveau im Lauf des Jahres 2015 anheben, um dramatische Auswirkungen auf den Dollar-Euro-Wechselkurs zu verhindern.

Selbstverständlich würde dies heftige Kritik nach sich ziehen. In Südeuropa wäre die Klage über eine verfehlte EZB-Politik vermutlich sehr laut. Aber man muss fragen, was passieren würde, sollte die EZB eine deutliche Schwächung des Euro hinnehmen. Für die künftige wirtschaftliche Zusammenarbeit mit den USA wäre dies eine schwere Belastung. Europa würde kurzfristige wirtschaftspolitische Ziele höher bewerten als die langfristige Kooperation mit den USA. Während die Europäer gegenwärtig mit Washington über eine umfassende Wirtschaftspartnerschaft verhandeln, würden sie den Amerikanern geldpolitisch schwere Lasten aufbürden. Mit anderen Worten: Die Stärkung der Zusammenarbeit in der transatlantischen Freihandelszone TTIP würde durch neue Spannungen im Währungsbereich konterkariert.

Sollte die EZB hoffen, über eine Abwertung der Währung die Inflation im Euro-Raum steigern zu können, wäre dies ein gewagtes Spiel. Zum einen ist die sogenannte importierte Inflation schwer zu kontrollieren. Zum anderen muss – auch jenseits der USA – der Rest der Welt bereit sein, eine europäische Unterbewertungsstrategie zu tolerieren. Sollten China und andere Schwellenländer dies nicht tun, besteht das Risiko, dass es ähnlich wie in den 1930er Jahren zu einem Abwertungswettlauf kommt, der allen Schaden würde.

## Die EZB verändert Europa

Der geplante Kurswechsel in der EZB-Politik verändert Europa, ohne dass es darüber eine ernsthafte Debatte gegeben hätte. Nahezu ungehört ist die Kritik verhallt, die vor allem Bundesbank und deutsche Beobachter geäußert haben. Die Mehrheit im Rat der EZB verlangt nach weiterer geldpolitischer Lockerung und schätzt die damit verbundenen Risiken als gering ein. Doch diese nonchalante Haltung kann nicht überzeugen. Nach der kostspieligen und noch immer schwelenden Rettungsaktion für Griechenland stolpert Europa in neue Risiken. Die EZB wird abhängig von der Fiskalpolitik ihrer Schuldner – und hat kaum noch Einfluss auf die Umsetzung von Reformen. Andere europäische Gesellschaften werden in Haftung genommen, ohne dass etwa die Finnen auf die Finanzpolitik Italiens einwirken könnten.

Gut zwanzig Jahre nach Unterzeichnung des Maastrichter Vertrags wird ein Kernelement dieser Vereinbarung auf den Kopf gestellt. Die Kriterien von Maastricht zur Neu- und Gesamtverschuldung sollten dazu dienen, nachhaltig wirtschaftende Volkswirtschaften vor Ansteckungseffekten durch fiskalpolitisch unseriös arbeitende Staaten zu schützen. Heute ist nicht nur eine Ansteckung möglich, vielmehr werden Schulden durch die EZB-Politik vergemeinschaftet. Die Zentralbank geht große Risiken ein, und die negativ Betroffenen können sich nicht dagegen wehren. Die Bundesregierung sollte die EZB vor allem an eines erinnern: Ein Abwertungswettlauf mit den USA liegt nicht im Interesse Europas, und deshalb ist es wichtiger, die eigene Geldpolitik im Jahr 2015 mit der Fed zu koordinieren, als die Finanzierungskosten südeuropäischer Krisenländer abermals zu senken.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, 2015  
Alle Rechte vorbehalten

Das Aktuell gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors wieder

**SWP**  
Stiftung Wissenschaft und Politik  
Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3–4  
10719 Berlin  
Telefon +49 30 880 07-0  
Fax +49 30 880 07-100  
www.swp-berlin.org  
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6364