



ILLUSTRATION: NILS OETTLIN / FOTOS: SCHNEIDER/BZ

PRO & CONTRA

Soll die EZB in Massen Staatsanleihen kaufen?

Pro: Überall, wo das Wachstum nach der Krise wieder Fahrt aufgenommen hat, haben die Zentralbanken eine aktive Rolle gespielt.

Auch im siebenten Jahr nach der Finanzkrise von 2008 ist die Eurozone noch weit von einer Überwindung der Krise entfernt. Europa fällt im Wirtschaftswachstum immer weiter hinter vergleichbare Industrieregionen zurück und ist mittlerweile zu einem regelrechten Bremsklotz der Weltwirtschaft geworden. Das Ausmaß der Krise überfordert das makroökonomische Management der Eurozone.

Man kann die Krisenbewältigung nicht alleine der Geldpolitik vor die Füße legen. Aber überall, wo das Wachstum seit der Krise wieder Fahrt aufgenommen hat, haben die Zentralbanken dabei eine aktive Rolle gespielt. Nachdem die Munition der Zinspolitik schon nach wenigen Monaten verschossen war, griffen die Notenbanken zuerst in den USA und in Großbritannien – und nach jahrelangem kostspieligem Zögern zuletzt auch in Japan – zu schärferen Mitteln, um die Geldströme im Kredit- und Wirtschaftskreislauf wieder in Gang zu bringen. Tragender Pfeiler ihrer Strategie war die Politik der „Quantitativen Lockerung“, im Klartext: der Kauf von Staatsanleihen.

Es spricht Bände für das Krisenmanagement in der Europäischen Währungsunion, dass just in dem Moment, wo die amerikanische Notenbank (die Fed) den Kauf von Staatsanleihen wieder eingestellt hat, weil er seinen Zweck erfüllt und die amerikanische Wirtschaft wieder gut Tritt gefasst hat, die Europäische Zentralbank intern wie auch vor den Gerichten immer noch in Querelen darüber gefangen ist, ob sie eine solche Politik überhaupt erst in Angriff nehmen darf und soll.

Bezeichnend ist auch, dass sich das juristische Hickhack weniger um die Frage dreht, auf die es volkswirtschaftlich ankommt, nämlich ob die Staatsanleihenkäufe geeignet sind, der europäischen Wirtschaft wieder auf die Sprünge zu helfen, als um ihre Vereinbarkeit mit dem geltenden Recht und zunehmend auch um die Frage, wer darüber das letzte Wort hat. Es rächen sich nun fundamentale Baumängel des Mastrichter Vertrags, dessen Architekten seinerzeit wesentliche Erkenntnisse über die Bedingungen der makroökonomischen Stabilisierung eines Währungsraums beiseitegewischt hatten.

Stabilitätspolitisch stellen sich drei Fragen. Erstens, leidet die Eurozone an einem Nachfragedefizit? Zweitens, sollte man etwas dagegen tun? Und drittens, ist „Quantitative Lockerung“ hierfür ein geeignetes Instrument?

Ein oft wiederholtes Argument besagt, die Probleme der Eurozone seien strukturell, strukturelle Probleme könne man nicht mit Geld lösen und daher bestehe kein Anlass, den Expansionsgrad der Geldpolitik zu erhöhen. Hierin stecken zwei Denkfehler. Zum einen schließen sich ungelöste Strukturprobleme und ein Nachfragedefizit nicht gegenseitig aus, sondern können gleichzeitig bestehen, sodass Strukturprobleme und die Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage Hand in Hand gehen müssen. Genau hierfür wirbt Mario Draghi, der Präsident der EZB, seit Jahr und Tag, wird von der Politik in Brüssel und den europäischen Hauptstädten aber regelmäßig allein im Regen stehen

gelassen. Wäre zum anderen die Wachstumsschwäche vornehmlich von angebotsseitigen Strukturschwächen und nicht von einem Nachfragedefizit verursacht, würde sie nicht mit der rückläufigen Kerninflation einhergehen, die wir seit Jahren beobachten. Die Fakten sprechen in dieser Frage eine klare Sprache.

Immer wieder wird auch geltend gemacht, jede Lockerung der Geldpolitik sei kontraproduktiv, da sie den Reformwillen schwäche. Ein bemerkenswertes Argument, wenn man es zu Ende denkt: Wir müssen die Reformunwilligen Europas nur im Würgegriff der wirtschaftlichen Depression und der Massenarbeitslosigkeit halten, bis ihnen die Flausen vergehen. Soll dies das Fundament sein, auf das man ein zukunftsfähiges Europa bauen will? Und auch hier wieder steht ein logischer Kurzschluss Pate: Wenn sich manchmal der Eindruck aufdrängt, dass Reformen erst unter Druck zustande kommen, folgt noch lange nicht, dass sich die Dinge in die gewünschte Richtung entwickeln, wenn man den Druck nur genügend lange aufrechterhält. Demokratien können da ihre ganz eigene Dynamik entfalten.

Ernst zu nehmen ist dagegen die elementare Frage, wie viel der Kauf von Staatsanleihen in der Eurozone tatsächlich bewegen kann. Wenn es dazu kommt, werden die Wirkungen nicht zuletzt davon abhängen, wie groß und welcher Art die Konzessionen sind, mit denen die EZB die Skeptiker zu besänftigen versuchen wird. Der EZB muss daran gelegen sein, ein kraftvolles Signal auszusenden, dass sie jenseits nationaler Sonderbefindlichkeiten den Blick fürs große Ganze behalten hat und auf der Grundlage einer rationalen Diagnose des Ist-Zustands alle ihre Möglichkeiten ausschöpft, um die Eurozone aus ihrer gesamtwirtschaftlichen Schiefelage herauszuführen. An den Finanz- und Devisenmärkten wird das Signal augenscheinlich schon antizipiert. Aber am Ende wird es auf Taten ankommen, nicht auf Erwartungen.

– Oliver Landmann ist ordentlicher Professor für Makroökonomie an der Universität Freiburg.



Oliver Landmann



Michael Wohlgemuth

Contra: Der geplante Staatsanleihenkauf bringt mehr politischen Schaden als ökonomischen Nutzen.

EZB-Chef Mario Draghi wird wohl an diesem Donnerstag die nächste, vielleicht letzte, geldpolitische Kanone zünden: „Quantitative Easing“ (QE) – der massenhafte Kauf von Staatsanleihen durch die EZB. Er wird behaupten, dies sei ökonomisch vorteilhafte und rechtlich unbedenkliche Geldpolitik. Noch bleibt abzuwarten, wie das Ganze genau ablaufen soll. Meine These ist aber: QE, so wie es jetzt allerorten erwartet wird, dürfte ökonomisch wenig ausrichten, aber politisch einiges anrichten.

Draghi dürfte diesen enormen Schritt – den Ankauf von Wertpapieren und darunter vor allem Staatsanleihen im „Wert“ von 1000 Milliarden Euro – vor allem mit der Gefahr der Deflation und der Hoffnung auf mehr gesamtwirtschaftliche Nachfrage begründen.

Tatsächlich sind die Verbraucherpreise der Eurozone letztes leicht gesunken: um 0,2 Prozent. Das lag aber nur an sinkenden Preisen für Brennstoffe, Nahrungsmittel und an ersten Erfolgen einiger Euro-Krisenstaaten, ihre Wirtschaft preislich wettbewerbsfähiger zu machen. Das sind gute Nachrichten für Europas Konsumenten und Unternehmer. Kein Grund, die Geldentwertung mit Gewalt auf das EZB-Ziel von knapp unter zwei Prozent anzuheben – und damit Sparer, die kaum mehr Zinsen erhalten, noch mehr zu enteignen.

Viele Ökonomen glauben aber auch nicht, dass QE die Inflation wirklich deutlich erhöhen wird, weil die EZB-Bilition kaum in der Realwirtschaft ankommen dürfte, um dort Konsum und Investitionen anzuregen. Den Banken fehlt es nicht an billigem Geld von der EZB; sie können schon jetzt so viel Liquidität haben, wie sie wollen. Es fehlt ihnen aber an Vertrauen zu sich selbst (sie bauen lieber, zu Recht, Eigenkapital auf) und untereinander (sie holen sich Kredit lieber von der EZB als von Kollegen); und es fehlt ihnen an Kreditnachfrage von investitionswilligen Unternehmern. Lieber werden faule Altkredite gestreckt: Zombiebanken halten Zombieunternehmen am Leben – wie in Japan.

Aber hat nicht QE in den USA funktioniert? Schon, nur waren dort die geldpolitischen Kanäle in die Realwirtschaft andere und bessere; aus vielen Gründen. Ei-

ner ist: Amerikanische Banken und Versicherungen konnten und wollten mit dem Geld aus dem Verkauf von Staatsanleihen vor allem Unternehmen Kredit geben. Im Euro-Raum sind etwa Unternehmensanleihen als Finanzierungsart unterentwickelt. Das frische billige Geld konnte so in den USA recht rasch und direkt in die Realwirtschaft gehen. Zudem konnte die US-Notenbank mit ihrem früh gestarteten QE das Zinsniveau für Staatsanleihen noch deutlich senken. Die EZB kann über den Zinskanal heute nicht mehr viel tun.

Vergangene Woche konnte Italien, am Rande der Rezession, bei steigender Verschuldung, Arbeitslosigkeit und Reformunwillen eine zehnjährige Staatsanleihe zum billigsten Zins aller Zeiten (1,67 Prozent) platzieren. Das war schon eine Vorwegnahme des QE und

ist schön für den italienischen Finanzminister, der sagenhaft billig weiter Schulden machen kann. Aber wird QE italienische Unternehmer zu Investitionen und italienische Regierungen zu Reformen ermutigen? Wohl kaum. Die jüngste Entscheidung der Schweizer Nationalbank, den Franken nicht mehr an den Euro zu binden, hat wohl auch damit zu tun, dass Italiener in den Franken geflüchtet sind, um der weiteren Entwertung des Euro zu entgehen.

Tatsächlich könnte QE den Euro weiter schwächen und damit die – vor allem: deutschen – Exporte stärken. Aber auch das ist ein schwaches Argument. Deutschland braucht kein Weichwährungs-

Programme zur Exportförderung. Wir, die ganze Eurozone, brauchen ordnungspolitische Reformen, um global wettbewerbsfähiger zu werden. Die EZB will das auch, kann es aber nicht erzwingen. Mit ihrem OMT-Programm (Aufkauf von Staatsanleihen bestimmter Länder, die sich im Gegenzug zu Reformen unter Aufsicht der aufdringlichen Troika aus IWF, EU und EZB verpflichten), wäre eine solche Konditionalität noch gegeben. Gleichzeitig wäre das aber, wie das Bundesverfassungsgericht feststellte, kaum mehr als „Geldpolitik“ zu rechtfertigen.

Nun also QE und damit noch mehr, noch billigere Staatsfinanzierung durch die Notenpresse. So kauft die EZB den Regierungen noch mehr Zeit, Reformen anzugehen – oder auch nicht. Indem sie aber den Preis der Reformverweigerung senkt, macht sie diese auch allzu „billig“. Über diesen politischen Kanal dürfte QE die Wettbewerbsfähigkeit in Europa eher schädigen.

Juristen mögen darüber debattieren, ob QE oder OMT vor den EU-Verträgen und dem Grundgesetz erlaubt sind oder nicht. Klar scheint mir, dass nun noch mehr Hunderte von Milliarden, auch dubioser, staatlicher Rückzahlungsverprechen auf die Bilanzen der EZB oder der nationalen Notenbanken geladen werden. Kommt es zu Verlusten oder gar einem Totalausfall, haften am Ende die Steuerzahler – und das in einer Höhe, die kein Parlament beschlossen und vor dem Wähler zu verantworten hat, sondern der EZB-Rat ganz alleine und für sich.

– Professor Michael Wohlgemuth ist Direktor des Thinktanks Open Europe Berlin und war zehn Jahre lang Geschäftsführer des Freiburger Eucken-Instituts.

INFO

STAATSANLEIHENKÄUFE – QUANTITATIVE EASING

Wie kann man verhindern, dass eine Volkswirtschaft nach einem Finanzmarkt-Crash dauerhaft schrumpft und die Preise über einen langen Zeitraum fallen? Diese Frage hat sich der frühere US-Zentralbankchef Ben Bernanke während seiner Forschungstätigkeit an der Uni Princeton immer wieder gestellt. Die Entwicklung in Japan oder die Erfahrungen nach der Großen Depression in den 1930er-Jahren dienten ihm als Warnung. Bernankes Antwort: „Quantitative Easing“ – quantitative Lockerung der Geldpolitik. Sie soll helfen, die Wirtschaft in Schwung zu bringen, wenn das wichtigste geldpolitische Instrument von

Zentralbanken – der Leitzins – nahe null ist. Beim Quantitative Easing schafft die Zentralbank elektronisch neues Geld, mit dem sie Staatsanleihen oder andere festverzinsliche Wertpapiere kauft. Dies lässt die Kurse der Anleihen steigen, während die Renditen fallen. Das drückt auf den langfristigen Zins, was Investitionen günstiger macht. Gleichzeitig wird – wegen der geringeren Zinsen – ein Investment in riskantere Anlagen wie Aktien – attraktiver. Auch dies soll die Investitionsnachfrage stärken. Durch das zusätzliche Geld soll auch die Inflation nach oben gedrückt werden. Bei einer erwarteten höheren Inflation ziehen Verbraucher ihre Einkäufe vor, weil sie denken, alles wird teurer – so die Theorie. bkr