MARCEL FRATZSCHER

Zerreißt die EU? Ökonomische Bestandsaufnahme der Finanz- und Verschuldungskrise

Sehr geehrte Damen und Herren,

herzlichen Dank zunächst einmal für die freundliche Einladung. Es freut mich, hier zu sein.

Die für diese Veranstaltung an mich herangetragene Bitte war es, eine ökonomische Einschätzung der europäischen Krise vorzunehmen, also die Frage zu beleuchten, wo wir heute stehen, fast fünf Jahre nach Beginn der europäischen Krise, fast sieben Jahre nach Beginn der globalen Finanzkrise, die Ende 2007 begann und dann mit der Pleite von Lehmann Brothers im Jahr 2008 weltweit bekannt wurde.

Wenn wir über die europäische Krise sprechen, betrachten wir im Kern eigentlich nicht eine, sondern zugleich vier Krisen. Wir reden über eine Wirtschaftskrise, mit einem tiefen Einbruch der Wirtschaftsaktivität in vielen Ländern. Wir müssen über ein zweites Element, eine Banken- und Finanzkrise sprechen, in der vielen Banken nach wie vor die Nachhaltigkeit fehlt, in der viele Banken zu wenig Eigenkapital und kein nachhaltiges Geschäftsmodell haben. Wir begegnen einer dritten Krise, einer Schuldenkrise, vor allem in Form einer Staatsschuldenkrise, nicht in allen, aber vielen europäischen Ländern sowie in privaten Unternehmen. Es ist nicht nur ein Phänomen der Überschuldung von Staaten, sondern auch ein Phänomen der Überschuldung vieler Unternehmen in Europa. Und bei der vierten, vielleicht wichtigsten Krise handelt es sich zuletzt um eine Vertrauenskrise, also die Tatsache, dass sowohl Unternehmen als auch Bürger fehlendes Vertrauen in die Institutionen ihres Landes, in die Institutionen Europas und auch in die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Zukunft haben. Diese vierte Krise ist wahrscheinlich am schwierigsten zu lösen.

Letztlich ist es wichtig, diese vier Elemente genau zu unterscheiden. Wenn man sich anschaut, was in den letzten fünf Jahren an Maßnahmen unternommen wurde, um die „Krise" zu lösen, wurde stets versucht, an einzelnen Stellen anzusetzen, z.B. eine Bankenunion zu schaffen, um das Bankenproblem zu beheben oder ein europäisches Semester einzuführen, der Erlass von Two-Pack- und Six-Pack-Regelungen, um mehr fiskalische Disziplin und Nachhaltigkeit zu erreichen, etc. Das damit verbundene Problem ist, dass wir immer in nur einen dieser Punkte eingrei-

fen und versuchen, das einzelne Problem zu lösen. Der Ausweg aus der Krise ist dann unglaublich schwierig, weil die anderen Elemente letztlich verhindern, dass eine ganzeinheitliche Lösung gefunden wird. Wenn immer es gelingt oder versucht wird, mehr Nachfrage, mehr Wirtschaftswachstum in einem Land oder in der Eurozone zu schaffen, dann ist es häufig schwierig, dieses Unterfangen nachhaltig auszugestalten, weil die Banken nach wie vor nicht ihren Job machen, also letztlich über Kreditklemmen verhindern, dass Unternehmen an Kredite kommen, um zu investieren. Die gegenseitige Abhängigkeit dieser vier Elemente ist das große Problem, die große Herausforderung.

Ich möchte daher noch einmal kurz auf die einzelnen Elemente der europäischen Krise näher eingehen und im Anschluss vor allem über wirtschaftspolitische Maßnahmen sprechen, wobei das größte Augenmerk auf der Geldpolitik liegt.

Betrachtet man die Entwicklung der Wirtschaft verschiedener Länder der Eurozone anhand des BIP, so lässt sich eindeutig ein tiefer Einbruch seit Anfang 2008 infolge der globalen Finanzkrise nachweisen. Auch geht die Schere zwischen den Euroländern immer stärker auseinander. Deutschland hat sich relativ gut entwickelt und ist heute drei bis vier Prozent „größer" als Anfang 2008. Sieben Jahre später haben wir ein kumuliertes Wachstum von vier Prozent, ungefähr 0,6–0,7 Prozent Wachstum pro Jahr. Das ist alles andere als eine hervorragende Wirtschaftsleistung, aber trotzdem wird daran deutlich, dass Deutschland im Vergleich zu den anderen europäischen Ländern wie Spanien und Italien sehr gut verfahren ist. Das BIP anderer Euroländer ist heute nach wie vor acht oder neun Prozent kleiner, als es noch vor sieben Jahren war. Das zeigt auch, wie lange es dauert, diesen Rückstand wieder aufzuholen und überhaupt erst dahin zurückzukommen, wo sie Anfang 2008 waren. Wir reden hier von einer verlorenen Dekade, von einem unwiderruflich verlorenen Jahrzehnt. Die derzeitige Frage ist, ob wir ein zweites verlorenes Jahrzehnt haben werden, in dem wir die wichtigen Reformen, die jetzt anstehen, nicht adäquat umsetzen.

Ich möchte kurz auf das Thema Investitionen eingehen, denn in Europa versuchen wir vor allem, dieses Element der Wirtschaftskrise durch den von Herrn *Juncker* vorgelegten Investitionsplan zu beheben, indem versucht wird, über öffentliche Garantien in Höhe von 21 Milliarden Euro private Investitionen von knapp 300 Milliarden Euro zu generieren, die vor allem in Infrastrukturprojekte, aber auch in andere Projekte gehen sollen. Der Punkt der Investitionen ist meines Erachtens ein sehr wichtiger. Sicherlich gibt es viel Kritik an dem Plan, dennoch halte ich ihn für richtig, denn wir haben eine tiefe Investitionsschwäche in Europa, nicht nur in Deutschland.

Durchschnittliche Investitionslücken
in Prozent des BIP

	1999–2012	1999–2007	2010–2012
Deutschland	2,9	2,5	**3,7**
Niederlande	2,6	1,9	**4,8**
Finnland	1,5	1,5	**2,0**
Belgien*	–0,8	–0,5	**–0,7**
Frankreich	0,0	0,3	**–0,3**
Österreich	–0,5	–1,0	**0,6**
Italien	–0,9	–1,4	**–0,5**
Griechenland**	–1,5	–5,0	**3,0**
Portugal	–0,8	–2,7	**4,1**
Spanien***	–4,3	–6,2	**1,1**
Irland	–0,1	–3,6	**9,4**
USA****	–1,2	–2,3	**1,9**
Japan	0,1	–0,6	**2,4**

Quellen: OECD, DIW Berechnungen

Hier sehen Sie auf der rechten Seite unsere Berechnungen am DIW Berlin. Auch in Deutschland haben wir eine Investitionslücke von knapp 3,7 Prozent. Einen Fokus auf Investitionen halte ich für extrem notwendig und wichtig, um aus der Wirtschaftskrise herauszukommen und vor allem auch, um den Fokus auf kleine und mittlere Unternehmen zu lenken.

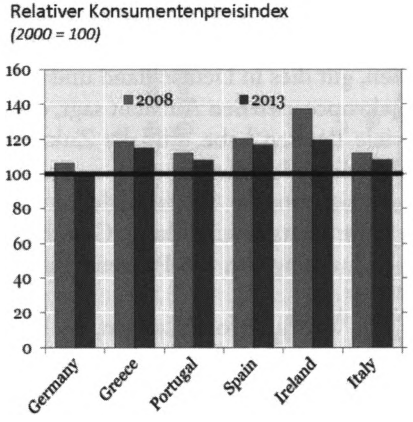
Zugleich hat der Fokus auf Investitionen für mich eine zweite große Stärke, nämlich die Tatsache, dass wir in Europa, wenn es um Wirtschaftspolitik geht, vor allem über die Angebots- und die Nachfrageseite diskutieren. Uns Deutschen wird immer vorgeworfen, dass wir eine Obsession zur Angebotsseite besitzen, mithin stets Strukturreformen betonen und sagen, es komme darauf an, Länder wettbewerbsfähiger zu machen, bspw. indem ihre Arbeitsmärkte, ihre Sozialsysteme, ihre Produktmärkte flexibler werden. Eine solche Sichtweise ist sicherlich auch richtig. Viele unserer europäischen Nachbarn dagegen fokussieren sich sehr viel mehr auf die Nachfrageseite, indem man sich verstärkt auf die Fiskalausgaben durch Finanzpolitik zu konzentrieren habe. Die Wahrheit liegt in der Mitte, genau genommen bedarf es eigentlich beider Vorgehensweisen. Wir brauchen sowohl einen Nachfrageimpuls als auch einen Angebotsimpuls. Die große Stärke von Investitionen liegt darin, dass sie hierdurch beide Schwächen adressieren können. Mehr In-

vestitionen durch Unternehmen führen natürlich zu mehr Produktivität. Das hilft, die Beschäftigung anzukurbeln, mehr Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu gewährleisten und gleichzeitig haben Investitionen einen Nachfrageimpuls, denn gestiegene Investitionen bedeuten zugleich einen Anstieg an Investitionsgütern, an Maschinen, und einer höheren Nachfrage an Vorleistungen. Deshalb halte ich diesen Schritt für extrem hilfreich.

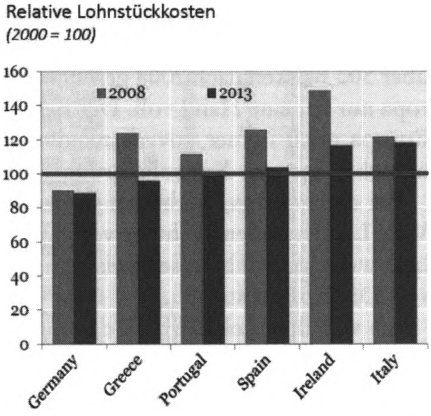
Der zweite Punkt betrifft die Strukturreformen. Ich habe bereits erwähnt, dass wir in Europa einen Bedarf an Strukturreformen haben, nicht nur in den Krisenländern, sondern auch in Deutschland. Dabei ist die Diskussion, die wir in Deutschland vor allem in den letzten Jahren vorfinden, eine, die unseren europäischen Nachbarn gegenüber extrem kritisch ist. Es heißt oftmals, diese Länder hätten einfach zu wenig gemacht, sie bekämen zwar Hilfsgelder von der Europäischen Zentralbank oder von Hilfskrediten, aber eigentlich trieben sie keine wirklichen Reformen voran, die sie dringend benötigten. Ich glaube, es ist zwar sicherlich teilweise richtig, dass Reformvorhaben nur zögernd vorangehen, zugleich ist die Kritik, die wir vor allem hier in Deutschland in diesem Bereich äußern, häufig völlig überzogen. Schaut man sich nämlich einmal an, was viele der betroffenen Länder bereits bewerkstelligt haben, sieht man, dass extrem tiefgreifende Reformen durchgeführt wurden. Schauen Sie sich in Spanien den Arbeitsmarkt oder die Sozialsysteme an. Auch Portugal, Irland und Finnland sind Länder, die Reformen im Bereich Arbeitsmarkt und Sozialsystem durchsetzen, die weit über das hinausgehen, was wir mit der Agenda 2010 in Deutschland umgesetzt haben. Natürlich fokussieren wir uns in den derzeitigen Diskussionen gerne auf die Länder, die allgemein zu wenig getan haben. Griechenland ist solch ein schwieriger Fall. Auch Frankreich hat zu wenig gemacht, gar keine Frage. Frankreich könnte Reformen sehr schnell umsetzen, wenn es den politischen Willen dazu hätte. Italien hat zwar den Willen, zumindest die jetzige Regierung, hier erschweren jedoch Institutionen eine entsprechende Verwirklichung. Natürlich gibt es Problemfälle, aber ich glaube wir sollten bei der Kritik an den Strukturreformen Westeuropas nicht übertreiben und durchaus zwischendurch ins eigene Land schauen, wobei auch wir uns fragen müssen, ob wir denn eigentlich genug Strukturreformen durchführen.

Strukturreformen brauchen Zeit, extrem viel Zeit, bis sie wirklich positive Wirkungen über Produktivität, über höhere Investitionen, über höhere Wettbewerbsfähigkeit widerspiegeln, bspw. in mehr Beschäftigung, in höherem Wachstum und letztlich auch in einem nachhaltigen Staatshaushalt. Wir selbst wissen, dass wir in Deutschland mit der in den Jahren 2003/2004 angestoßenen Agenda 2010 fast fünf Jahre gebraucht haben, um wirklich die volle Wirkung dieser Reformen zu sehen. Wir haben bis 2007/2008 gebraucht, um mit den Wachstumszahlen wieder zu den anderen europäischen Ländern aufzuschließen. Dabei hatten wir eigentlich extrem viel Glück. Denn die Strukturreformen wurden in einem globalen Umfeld durchgeführt, in dem es seinerzeit einen großen Wirtschaftsboom gab. Wir haben uns damals aus der Krise heraus exportieren können. Das Exportwachstum für

Deutschland war einer der Kernpunkte, weshalb wir uns relativ schnell oder innerhalb von drei oder vier Jahren, damals nach den Reformen, wieder erholen konnten. Wir hatten 2000/2001 ein Defizit in unserem Handel und haben das dann umgedreht auf Leistungsbilanzüberschüsse von sechseinhalb Prozent im Jahr 2008.



(Quelle: OECD Economic Outlook 94)



(Quelle: OECD Economic Outlook 94)

Ich will zwei Grafiken präsentieren, die das positive Klima in Deutschland ein wenig bestätigen. Rechts sehen Sie die Lohnstückkosten, ein typisches Maß, das Ökonomen anschauen, um die Wettbewerbsfähigkeit zu messen. Die Lohnstückkosten sagen aus, wie viel Arbeitskosten anfallen, um einen Euro für ein Gut oder eine Dienstleistung darzustellen. Diese sind normiert zu 100 für das Jahr 2000. Sie sehen die blauen Balken bis 2018. Die Lohnstückkosten in den europäischen Krisenländern sind deutlich „durch die Decke gegangen". In Irland sind sie um 50 Prozent gestiegen, in Griechenland um 30 Prozent, in Deutschland sind sie dagegen gefallen – folglich haben wir an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen; dies übrigens nicht, weil wir besonders produktiv waren, sondern weil die Löhne zurückgegangen sind. Die Reallöhne sind in Deutschland deutlich gefallen. Wir sehen aber auch, dass bis 2013 viele dieser Länder doch deutliche Fortschritte gemacht haben. Griechenland und Portugal lagen 2013 von den Lohnstückkosten her wieder unter dem Niveau vom Jahr 2000. Natürlich müssen Irland und Italien noch einiges tun, aber auch dort sieht man erste Verbesserungen. Es ist daher bei den Strukturreformen nicht alles so schlecht, wie es häufig gesehen wird.

Der dritte Punkt betrifft die Bankenkrise. Nach wie vor gibt es Banken in Europa, übrigens auch in Deutschland, die kein nachhaltiges Geschäftsmodell verfolgen, nicht genug Kredite vergeben. Das bedeutet, dass es schwierig für Unternehmer ist, an Kredite zu günstigen oder zu akzeptablen Konditionen zu kommen, damit Investitionen zu tätigen und damit Beschäftigung zu schaffen. Wir haben

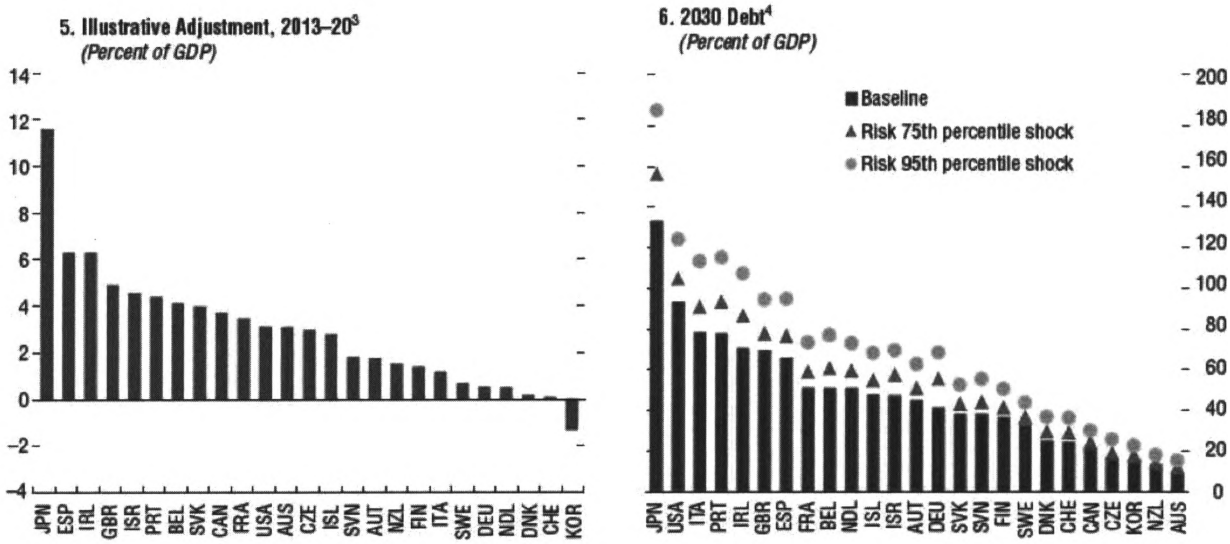
hier mit der Bankenunion wichtige Reformen auf den Weg gebracht. Für die 128 größten Banken ist seit dem ersten November letzten Jahres die Europäische Zentralbank verantwortlich. Sie hat sicherzustellen, dass diese Banken mit genügend Eigenkapital ausgestattet sind und soll zugleich die Risiken einschränken. Wenn Banken nicht mehr nachhaltig wirtschaften, müssen sie abgewickelt werden und dafür bedarf es eines europäischen Prozesses, der sicherstellt, dass politische Interessen einzelner Länder nicht dazwischenkommen. Wir begegnen derzeit ebenfalls Herausforderungen im Bereich der Bankenkonsolidierung. Während in den USA über 500 Banken nach 2008 geschlossen wurden, gilt dies in Deutschland und Europa nur für eine Hand voll. Der Beirat der makropotenziellen Aufsicht sagt, dass Europa noch immer „overbanked" sei, zu viele Banken habe. Für die Zukunft brauchen wir eine Konsolidierung und glaubwürdige Modelle.

Bei dem vierten, wichtigen Punkt handelt es sich um die Staatsschuldenkrise. Viele Länder haben nach wie vor eine extrem hohe Staatsverschuldung. Griechenland weist aktuell beispielsweise eine Staatsverschuldung von 175 Prozent, Italien von 135 Prozent auf.

Ich will Ihnen eine Grafik des Internationalen Währungsfonds zeigen, die verdeutlicht, wie groß die zusätzliche fiskalische Konsolidierung bis zum Jahr 2020 in verschiedenen OECD-Ländern sein muss.

Sie sehen, dass in Ländern wie Spanien und Irland die Zahlen immer noch bei fünf bis sechs Prozentpunkten von der Wirtschaftsleistung liegen. Dies sind hohe Werte. Zugleich lässt sich jedoch feststellen, dass dies nicht nur für die Eurozonenländer, sondern viele andere Länder gilt. Wir haben in Europa einige Reformen auf den Weg gebracht, um eine höhere fiskalische Nachhaltigkeit sicherzustellen. Wir haben ein Two-Pack, ein Six-Pack, ein europäisches Semester, mithin Regeln, wie einzelne Nationalstaaten auch ihre Budgets aufzustellen haben. Sie müssen diese im europäischen Semester auch an die Europäische Kommission senden, müssen das ‚OK' bekommen. Ich denke, in diesem Punkt liegt noch eine der größten Herausforderungen, die wir in Europa haben, denn das bisher bestehende Regelwerk weist nach wie vor ein nicht hinreichendes Maß an Glaubwürdigkeit auf. Deutlich wird dies derzeit in den Fällen Italiens und Frankreichs, die ihre Vorgaben ungebremst bei weitem überziehen. Wie haben wir damit nun umzugehen?

Diese Frage stellt für mich eine der größten Herausforderungen dar. Denn nicht nur fehlt es an Nachhaltigkeit, sondern wir sehen auch, dass sich viele Beteiligte an diese Regeln gar nicht halten wollen oder können. Hier sehe ich drei ganz wichtige Elemente: Das erste Element betrifft das Finden eines Mechanismus, nach dem auch die Märkte und Finanzinstitutionen mehr Disziplin gegenüber Regierungen, gegenüber Staaten ausüben. Vor 2008 haben wir gesehen, dass sich der griechische Staat praktisch zum gleichen Zinssatz finanzieren konnte, wie die Bundesregierung, obwohl die dortigen Schulden und Defizite um ein Vielfaches höher waren. Banken und Finanzinvestoren war dies gleichgültig, sie haben die Risiken, bzw. die Unterschiede in Risiken gar nicht erst mit eingepreist. Stattdessen sind sie davon ausgegangen, dass es im Falle eines Problems schon irgendwie zu einem Bail-



Sources: European Commission (2013); IMF, Public Finances in Modern History database; and IMF staff estimates and projections.

Note: For country-specific details, see "Data and Conventions" in the Methodological and Statistical Appendix.

[1] For European countries, deviations refer to the differences between the 2011 and 2013 Stability and Convergence Plans. For the United States, deviations refer to differences in the 2011 and 2013 federal budgets. For Spain, the cyclically adjusted balance includes financial sector support.

[2] Cyclical adjustments to revenue and expenditure assume elasticities of 1 and 0, respectively.

[3] Required adjustment of structural primary balance to achieve structural balance targets. Structural balance targets are country specific and based on medium-term budgetary objectives.

[4] Gross general government debt, except in the cases of Australia, Canada, Japan, and New Zealand, for which net debt ratios are used. Shocks are based on the distribution of revisions to the five-year-ahead potential GDP growth between the November 2010 *World Economic Outlook* and the April 2013 *World Economic Outlook*.

Out kommen werde. Und genau in diesem Punkt wird die Idee der gemeinsamen europäischen Verträge, die vorschreiben, dass es keinen Bail-Out für Staaten gibt, brüchig. Wir haben im Fall von Griechenland und anderen Staaten gesehen, dass es sehr wohl zu einem Bail-Out gekommen ist. Wir müssen daher unbedingt wieder dazu zurückkommen, ein glaubwürdiges No-Bail-Out zu praktizieren. Andersherum formuliert: Wir müssen sicherstellen, dass zukünftig in Situationen, in denen Staaten in Schwierigkeiten kommen, auch die privaten Gläubiger mit zur Kasse gebeten werden können. Meiner Ansicht nach muss das über eine Insolvenzordnung für Staaten geschehen. Wann immer in der Zukunft ein Land der Eurozone einen Rettungskredit benötigt, kann es diesen erst erhalten, wenn gleichzeitig oder vorrangig erst einmal private Gläubiger zur Kasse gebeten worden sind. Das hätte den Effekt, dass Investoren und andere private Gläubiger diese Risiken auch heute einpreisen würden. Vielmehr würden sie eine höhere Risikoprämie fordern, wenn der Staat sehr hoch verschuldet ist und nicht nachhaltig wirtschaftet. Das ist der erste Schritt, den ich für extrem wichtig halte, und der notwendig ist, um eine marktdisziplinierende Funktion der Staatsfinanzen in Europa zu bewirken. Das zweite Element betrifft eine bessere öffentliche Kontrolle, letztlich in Form stärkerer europäischer Mechanismen, die sicherstellen, dass die gemeinsamen Regeln, die gemeinsamen Vorgaben, wie Länder mit ihren Staatsfinanzen umzugehen haben, auch faktisch wirklich Bindungswirkung bekommen. Ich glaube nicht, dass das europäische Semester, dass der Two-Pack oder der Six-Pack hierfür ausreichen. Den Vorschlag, den ich mit einer Gruppe von elf Wissenschaftlern – Juristen und Staatswissenschaftlern, Politologen und Ökonomen – vorgelegt habe, betrifft die Einführung eines europäischen Finanzministers. Ein solcher agiert nicht in dem Sinne eines deutschen Finanzministers, sondern muss relativ autonom mit einem Budget handeln können.

Das dritte Element, welches ich nur kurz ansprechen möchte, betrifft die Trennung zwischen Banken und Regierungen. Wenn Sie sich anschauen, wie sich Italien und Spanien augenblicklich finanzieren, dann sehen Sie, dass deren 10-jährige Anleihe bei 1,5 Prozent liegt. Trotz hoher Schulden können sich die Länder dennoch günstiger refinanzieren als die Vereinigten Staaten von Amerika. Der Grund liegt darin, dass sich die einheimischen Banken mit Staatsanleihen vollgepumpt haben. Das Geschäftsmodell liegt darin, dass sie sagen, wenn der Staat bankrottgeht, dann ist es völlig egal, ob man fünf Prozent oder 50 Prozent seiner Bilanz in Staatsanleihen hält. Eine solche Verbindung zwischen einheimischen Banken und Regierung gilt es zu durchbrechen.

Der fünfte Punkt betrifft die Geldpolitik. Und auch hierzu gibt es eine sehr kontroverse Diskussion in Deutschland. Die europäische Zentralbank hat seit August 2007 mehrmals entschieden eingegriffen, indem sie Liquidität zur Verfügung gestellt, Zinsen gesenkt und Notkredite vergeben hat. Diese Maßnahmen waren sehr erfolgreich und haben Europa das ein oder andere Mal vor dem Kollaps bewahrt. Ich glaube auch, dass es unbestritten ist, dass die Ankündigung des OMT-Beschlusses dazu geführt hat, dass sich die Märkte beruhigt haben, dass die

Zinsen von Staatsanleihen, aber auch von privaten Anleihen in den letzten Jahren deutlich gefallen sind. Gleichzeitig steht jetzt die Frage im Raum, wie die EZB in Zukunft handeln soll. Viele in Deutschland behaupten, es gäbe hier doch eigentlich kein großes Deflationsproblem. Dagegen lassen sich ein paar Punkte anführen: Tatsächlich ist Deflation bereits heute für viele Unternehmen Realität. Eine Inflationszahl ist letztlich auch nur ein Index von vielen. Schaut man sich in Deutschland die Unternehmen an, wird deutlich, dass über ein Drittel bereits heute fallende Preise ihrer Güter oder Dienstleistungen verzeichnen. In einigen Bundesländern ist die Zahl sogar höher. Fallende Preise sind dann kein Problem, wenn sie positive Produktivität widerspiegeln, aber sie werden zu einem Problem, wenn sie eine fallende Nachfrage widerspiegeln, so wie dies in der Eurozone der Fall ist.

Der andere wichtige Punkt ist, dass fallende Preise ein riesiges Problem sind, wenn sie zu einer fehlenden Verankerung von Inflationserwartungen führen, wenn also Unternehmen für die Zukunft damit rechnen, dass die Preise, die sie für ihre Güter und Dienstleistungen erzielen können, niedriger sein werden. Wenn Sie als Unternehmer wissen, Sie bekommen zehn Prozent weniger für das Gut, das Sie heute überlegen zu produzieren, das Sie vielleicht in zwei Jahren haben werden und in zwei Jahren verkaufen können, und auf der anderen Seite stehen die heutigen Produktionskosten, die Sie heute für Löhne und alle Nebenkosten in Vorleistung bringen müssen, dann ist das für Sie ein ganz wichtiger Faktor. Es bedeutet schließlich, dass Sie weniger investieren werden, weniger Beschäftigung schaffen und damit weniger Einkommen schaffen werden. Wenn wir erst einmal in diese Spirale kommen, wenn sich diese Erwartungen verankern, dann ist es unglaublich schwierig, aus ihr wieder herauszukommen. Deshalb ist es für die Zentralbank extrem wichtig frühzeitig zu agieren, damit diese Inflationserwartungen gar nicht erst so niedrig sind oder sogar ins Negative gehen, dass es zu so einer Spirale kommt. Ich will über diese Option nicht wirklich reden, aber ich glaube, der einzige Punkt, den ich hier ansprechen möchte, ist der, dass die EZB letztlich in den letzten Jahren alle Optionen gezogen hat, die sie ziehen konnte. Die Zinsen sind praktisch bei Null, Banken bekommen Kredite praktisch zinslos. Sie können so viel Liquidität bekommen, wie sie wollen und dieser Ankauf von Staatsanleihen ist die letzte Option. Die Erwartung oder die Hoffnung, dass dieses Instrumentarium funktionieren wird, ist letztlich das Angebot, diese relativ sicheren Anleihen zu verknappen, so dass Investoren sagen: „Mit dieser Liquidität kaufe ich entweder Unternehmensanleihen, mache es dafür günstiger für Unternehmen, zu investieren und an Kapital zu kommen, oder ich vergebe es durch Bankenkredite wiederum an Unternehmen oder private Haushalte." Das ist also der Mechanismus, der in vielen Ländern recht ordentlich funktioniert hat, beispielsweise in den USA oder Großbritannien und auch Schweden.

Es ist natürlich richtig, dass eine solche Geldpolitik große Risiken hat und ich habe Ihnen hier einmal die Pro- und Contra-Argumente gegenübergestellt und ich habe viele der positiven Argumente bereits erwähnt.

Pros	Kons
– Hohe Effektivität: Finanzmärkte, Erwartungen – Glaubwürdigkeit: Unbegrenzte Liquidität – Schnelligkeit der Interventionen – Signalwirkung „tail risks“ eliminiert (Liq. oder Solvenz) – „Kauft Zeit“ für notwendige Reformen – Positive realwirtschaftliche Effekte – Konsistent mit Mandat?	– Verschleppung von Solvenzproblemen – EZB Politik kann kontra-produktiv sein – Mehr Ziele = höheres Risiko des Scheiterns – Glaubwürdigkeit gefährdet – Verstärkung von Ungleichgewichten, zB Verbindung Banken – Staaten – Moral hazard für Banken und Staaten – Risiko für EZB Bilanz – Verteilungseffekte, zB Umverteilung von Risiken und Kosten – Konsistenz mit Mandat? – Verlust der de facto Unabhängigkeit

Geldpolitik kann häufig schneller reagieren als die Politik. Sie hat eine hohe Glaubwürdigkeit, weil sie notfalls unbegrenzt Liquidität an Banken und in die Märkte geben kann und diese Glaubwürdigkeit kommt von dieser Unbegrenztheit. Das ist ein wichtiges Element und Geldpolitik kann durch Notfallkredite oder Notfallliquidität natürlich auch der Politik Zeit kaufen. Sie kann so auch der Politik Zeit kaufen, um dringende Reformen durchzuführen und damit positive, realwirtschaftliche Effekte erzielen. Aber es gibt natürlich auch die negativen Argumente und ich möchte gleich auf ein paar dieser Argumente zurückkommen.

Das Risiko, dass es zu Verwerfungen an den Finanzmärkten kommen kann, ist enorm. Das Risiko also, dass Banken und Investoren exzessive Risiken mit dieser Liquidität eingehen. Es kann auch dazu führen – und das ist ein sehr reales Risiko – dass Banken und Staaten notwendige Reformen nicht umsetzen und stattdessen sagen: „Wir haben ja jetzt diese Liquidität, warum also sollten wir jetzt überhaupt diese Reformen machen.“ Das kann dazu führen, dass weniger Reformen durchgeführt werden, als es andernfalls der Fall wäre. Es kann zu Verteilungsdefekten kommen, auf die ich sogleich noch eingehen möchte.

Soll die EZB auf Deflation reagieren? Das ist ein weiteres Argument, das wir häufig in Deutschland hören. Ist es denn wirklich so schlimm, wenn es fallende Preise gibt, ist das wirklich ein so großes Risiko? Ich habe es eben beschrieben: diesen Mechanismus des negativen Deflationszyklus, der zu weniger Investitionen und weniger Nachfrage, weniger Wachstum führt. Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit? Der Internationale Währungsfonds, die unabhängigste und glaubwürdigste Institution mit sehr viel Kompetenz in diesem Bereich, beziffert die Wahrscheinlichkeit in den nächsten zwei Jahren auf knapp 35 Prozent. Jetzt können Sie sagen: 35 Prozent, rund ein Drittel, das ist doch gar nicht so wahrscheinlich. Das bedeutet immerhin zwei Drittel Wahrscheinlichkeit, dass es nicht passiert. Aber eine Zentralbank muss natürlich immer wie ein Risikomanager denken und agieren. Wenn Sie als Privatperson ein Risiko tragen, wenn Ihnen zum Bei-

spiel jemand sagt, es gebe morgen eine Wahrscheinlichkeit von einem Drittel, dass es regnen wird, dann würden Sie sagen, dies sei eine geringe Wahrscheinlichkeit, weil Sie sich absichern können. Aber wenn Ihnen jemand sagt, es gebe eine Chance von einem Drittel, dass Sie morgen einen Autounfall haben werden, dann sagen sie: Ein solches Szenario hat so hohe Kosten für mich, dass ich vorbeugen werde, um dieses Risiko zu vermeiden. Sie haben also ein Risiko, das vielleicht nur die Wahrscheinlichkeit von einem Drittel hat, aber wenn die Kosten entsprechend hoch sind, ist das sehr wohl ein Risiko, auf das eine Zentralbank frühzeitig reagieren muss.

Ich habe die Risiken erwähnt, möchte aber noch auf die Frage eingehen, wieso wir in Deutschland vor allem über die Geldpolitik so komplett anders denken als die meisten anderen Europäer und auch weltweit. Und auch das ist mir aufgefallen, da ich lange Zeit in den letzten 21 Jahren entweder direkt im Ausland oder in Internationalen Organisationen tätig war und mich häufig gewundert habe, warum wir Deutschen bei vielen dieser Themen so anders denken. Wieso sagen Ihnen zum Beispiel bei der Geldpolitik 99 Prozent der Ökonomen weltweit, dass das OMT-Programm absolut wichtig, hervorragend und effektiv war, während aber in Deutschland die Mehrheit der Ökonomen sagen würde, dass dies das falsche Instrument war, dass das nicht hätte passieren sollen, dass es ein großer Fehler war? Bei vielen anderen geldpolitischen Maßnahmen ist es ähnlich und die Frage ist: Wieso denken wir über viele dieser geldpolitischen Maßnahmen – ich glaube man kann es erweitern: über andere *wirtschafts*politische Maßnahmen – für Europa so anders? Nationale Interessen sind ein Element und ich hoffe nicht, dass dies der Fall ist, denn ich denke, wir sollten realisieren, dass das, was gut für Europa ist, was also Europa aus der Krise bringt, natürlich auch Vorteile für Deutschland hat. Man kann natürlich über die Instrumente streiten. Aber vor allem im jetzigen Augenblick und in der jetzigen Lage würde kaum jemand bezweifeln, dass die EZB keine Optionen mehr hat, außer entweder nichts zu tun oder Staatsanleihen zu kaufen.

Aber ich will auf drei Kritikpunkte eingehen, die in der deutschen Diskussion besonders stark hervorgebracht werden. Der eine betrifft die Anreize. Es heißt, die EZB mache mehr und nähme damit den Druck von Regierungen und Banken, notwendige Reformen zu machen. Hierbei stellen sich für mich zweierlei Fragen. Zum einen sehe ich die Analogie zu einem Arzt, zu dem ein Motorradfahrer kommt, der unverantwortlich fährt und einen Unfall hatte. Ein guter Arzt flickt ihn wieder zusammen und macht ihn wieder gesund. Der Motorradfahrer sieht gar nicht wie hoch die Gefahren sind oder wie unverantwortlich sein Verhalten ist. Dann wiederholt er sein unverantwortliches Verhalten, kommt also zum zweiten, dritten oder vierten Mal beim gleichen Arzt an. Dann würden Sie dem Arzt auch nicht vorwerfen, weil er so gut sei und diesen Mann wieder so schnell zusammenflicken könne, würde sich dieser so unverantwortlich verhalten können. Dann würden Sie sagen: Der Arzt hat den Job, Sorge zu tragen, dass dieser Mensch so schnell wie möglich wieder gesund wird. Er hat aber nicht über die dadurch even-

tuell ausgelösten Anreize nachzudenken. Das ist der Job eines anderen. Das ist der Job der Aufsichtsbehörden, die sagen: „Wir müssen den Führerschein entziehen oder andere disziplinarische Maßnahmen durchführen." Die Frage ist, ob eine Zentralbank letztlich eine politische Rolle einnehmen darf und sagen darf: Wir werden weniger oder andere geldpolitische Maßnahmen durchführen, weil die Politik nicht genug Strukturreform macht, oder nicht genug fiskalisch konsolidiert. Darf eine unabhängige Bürokratie sich anmaßen, ein solches Urteil zu fällen? Meine Antwort ist: Die EZB hat ein klares Mandat, und das heißt: Preisstabilität. Sie muss mit ihren Instrumenten, die ihr nach den Verträgen erlaubt sind, ihr einziges Mandat Preisstabilität gewährleisten.

Die zweite Kritik betrifft die fiskalische Wirkung. Das wird auch immer wieder in Deutschland kritisiert. Es heißt, dass die EZB natürlich Fiskalpolitik macht, wenn sie Staatsanleihen kauft, und so die Last zur Finanzierung für den Staat erleichtert, da sie die Zinsen reduziert. Aber die Frage ist auch, ob die EZB wirklich Geldpolitik mit dem Hintergedanken der fiskalischen Wirkung machen darf. Die Bundesbank macht jedes Jahr Rekordgewinne, weil die EZB in der Vergangenheit unheimlich hohe Risiken eingegangen ist und Staatsanleihen – übrigens auch spanische, italienische und griechische – gekauft hat. Daraus hat sie natürlich auch ordentliche Renditen verdient und diese wiederum natürlich dann auch an ihre Mitglieder ausgeschüttet, was zu hoher positiver fiskalischer Wirkung geführt hat. Würde man dann sagen, die EZB dürfe das nicht machen, weil sie dadurch eine solche fiskalische Wirkung hätte? Auch hier sehe ich das nicht als das Recht einer Zentralbank, sich über solche fiskalischen Wirkungen Gedanken zu machen.

Das dritte Argument, das ins Feld geführt wird, betrifft den Verteilungseffekt. Natürlich hat ein Ankauf von Staatsanleihen den Effekt, dass er vor allem natürlich die Risiken für Länder wie Italien, Griechenland oder Portugal, also relativ riskanter Länder, reduziert und Deutschland wahrscheinlich am wenigsten nützt. Deutschland kann sich heute schon bei zehnjährigen Staatsanleihen zu 0,5 Prozent, also fast zu einem negativen Realzins, finanzieren. Aber jede geldpolitische Maßnahme hat Verteilungseffekte. Den größten Verteilungseffekt hat übrigens nicht der Ankauf von Staatsanleihen, sondern die Zinssenkung von über fünf Prozent in den Jahren 2006 und 2007 auf heute praktisch null Prozent. Das ist eine massive Verlagerung weg von Sparern und Gläubigern hin zu Schuldnern, und zwar natürlich über Ländergrenzen hinweg. Also auch hier gilt das Argument: Wenn Sie über Verteilungseffekte reden, reden Sie über die gesamte Fiskalpolitik und nicht nur über den Ankauf von Staatsanleihen. Ich will den Punkt über die Unabhängigkeit überspringen. Ich mache mir Sorgen, dass die EZB ihre de-facto-Unabhängigkeit verliert, also ihre Fähigkeit zu agieren und ihr Ziel der Preisstabilität zu erreichen, zum Teil, weil es eine fiskalische Dominanz der Finanzpolitik gibt, zum Teil auch, weil es natürlich institutionelle Konflikte gibt. Ein Konflikt mit der Bundesbank tut der EZB und der Glaubwürdigkeit der EZB sicherlich nicht gut. Juristisch stehen auch große Fragezeichen dahinter, zum Beispiel was

das OMT-Programm angeht. Ich will aber einen letzten Punkt ansprechen. Ich habe eingangs die Wirtschaftskrise, Bankenkrise, Schuldenkrise und vor allem die Vertrauenskrise genannt. Dabei fehlt natürlich der Begriff der Währungskrise. Viele nennen die Krise die „Eurokrise", aber das ist der Begriff, den ich am wenigsten mag. Denn die Krise in Europa hat nichts mit einer Eurokrise zu tun.

Viele sagen, die Krise sei wirklich erst durch den Euro verursacht worden. Und ich will wieder eine Analogie zeichnen zu einem kleinen Städtchen, das sich entscheidet, seine Polizei komplett neu aufzustellen, die Polizeikräfte zu verdoppeln und neue Methoden zu entwickeln. Man will also unheimlich viel mehr Sicherheit und Stabilität für dieses Örtchen schaffen. Die Bewohner dieses Örtchens fühlen sich nun natürlich viel sicherer. Einige Jahre funktioniert das auch hervorragend und im Laufe der Zeit fangen die Bewohner an, nachlässig zu werden, ihre Türen und Tore offen stehen zu lassen und nicht abzuschließen, Sachen im Garten liegen zu lassen und sich letztlich unverantwortlich zu verhalten. Damit steigen dann auf einmal die Einbrüche, die Kriminalität geht deutlich nach oben. Jetzt könnte man sagen, die Polizei sei schuld, die Polizei habe ihren Job nicht richtig gemacht. Oder man könnte sagen, obwohl oder gerade weil wir mehr Polizei und somit vermeintliche Sicherheit haben, haben wir diesen Anstieg der Kriminalität. Das heißt aber noch lange nicht, dass der Polizist oder die Polizei oder besser gesagt der Polizeipräsident daran schuld ist, dass es mehr Einbrüche gibt. Sondern es liegt daran, dass sich das Verantwortungsbewusstsein der Bürger und Menschen in dieser Stadt verändert hat. Das gleiche gilt für den Euro. Es ist richtig: Der Euro hat nach der Einführung 1999 dazu geführt, dass Zinsen für viele Staatsanleihen massiv gefallen sind. Italien musste vor 1999 zum Teil zwölf, 13 oder 14 Prozent Zinsen auf seine Staatsschulden zahlen. Das ist dann mit der Einführung des Euro halbiert worden, fünf oder sechs Prozentpunkte konnte der italienische Staat sparen. Was haben diese Länder gemacht? Sie haben sich weiter und noch mehr verschuldet, haben das Geld genommen, haben gedacht: „Wir investieren jetzt mal so richtig, erhöhen die Löhne für Staatsangestellte usw." Sie haben sich also wenig verantwortungsvoll verhalten. Das Gleiche gilt für Banken, die unheimlich hohe Risiken eingegangen sind. Der Euro hat also dieses Fehlverhalten in gewisser Weise ermöglicht. Aber sagen wir deshalb, es sei die Schuld des Euros, dass wir heute in dieser europäischen Krise sind? Oder sagen wir, die Politik, die Länder, die Staaten, die Finanzinstitutionen und Unternehmen haben sich wenig verantwortungsvoll verhalten und diese Chancen der niedrigen Zinsen häufig nicht genutzt, um in sinnvolle Dinge zu investieren, in Forschung und Entwicklung? Und hier sehe ich genau diese Analogie. Sicherlich hat der Euro dazu beigetragen, dass wir heute in dieser Krise sind. Aber wenn man jetzt über Lösungen spricht, ist es nicht richtig, den Euro abzuschaffen, es ist nicht richtig die Polizei abzuschaffen, sondern die Frage ist, wie wir wieder zu mehr Verantwortung der Akteure auf staatlicher und privater Ebene kommen, sodass wir die Chancen und Vorteile des Euro nutzen können und gleichzeitig diese negativen Anreizwirkungen nicht haben.

Der zweite Punkt, der die Gegenwart betrifft: Viele sagen, der Euro verhindere, dass viele Länder endlich aus der Krise herauskommen. Auch das ist nach meiner Ansicht völlig falsch. Denn ich habe eben erwähnt, dass Italien und Spanien sich durch 1,5 Prozent ihrer Staatsanleihen finanzieren. Dann lassen Sie uns mal fragen, was denn wäre, wenn Italien und Spanien Lira hätten. Sie würden sich nicht zu 1,5 Prozent sondern zu zehn, zwölf oder 15 Prozent verschulden. Ein Land wie Italien wäre sicherlich von heute auf morgen bankrott. Das Gleiche gilt übrigens für Griechenland. Ich wäre überrascht, wenn es aus dem Euro austreten würde. Ich glaube, alle sind sich bewusst, dass der Euro, auch für die schwachen Länder, auch jetzt gerade in der Krise, einen Anker der Stabilität und nicht eine Schwäche bedeutet.

Für die Zukunft gefragt: Würde ein Exit helfen? Würde es zu mehr Stabilität führen, wenn der Euro abgeschafft würde und wir wieder zu nationaler Währung und zu höheren Zinsen zurückkämen? Auch das würde ich bezweifeln. Es würde zu einer großen Depression führen, nicht nur in Südeuropa, sondern auch in Deutschland. Und man kann sich natürlich auch fragen, wo wir stehen würden, wenn wir eine eigene Währung hätten. Wir würden mit Sicherheit deutlich weniger wettbewerbsfähig sein.

Lassen Sie mich abschließend zusammenfassen. Ich denke, wir sind nach wie vor tief in der Krise. Die Schwierigkeit liegt genau in dieser Interaktion, dieser gegenseitigen Abhängigkeit dieser vier verschiedenen Krisen, die simultan gelöst werden müssen. Ja, der Euro hat sicherlich zu einigen dieser Exzesse beigetragen, sie erst möglich gemacht. Aber anstelle zu sagen, wir müssen jetzt die Polizei abschaffen, wir müssen diesen Stabilitätsanker abschaffen, sollten wir die Geburtsfehler beheben. Ich glaube, die größten Lücken haben wir im Bereich der Fiskalpolitik. Ich habe es angesprochen, hier muss deutlich mehr gemacht werden. Vor allem braucht es eine Staatsinsolvenzordnung und starke europäische Institutionen, die diese Hilfen durchsetzen können. Ich glaube auch, dass der status quo kein Gleichgewicht ist. Ich glaube so, wie wir derzeit aufgestellt sind, können wir nicht die nächsten zehn, 20, 30 Jahre funktionieren. Wir haben vor einiger Zeit Vorschläge gemacht, wie die europäische Union aufgestellt sein sollte. Und letztlich gibt es zwei Optionen: Entweder wir gehen zurück, vollziehen also eine Desintegration, bis hin zur nationalen Souveränität, oder wir werden einen Integrationssprung haben. Meiner Ansicht nach ist der Integrationssprung notwendig, um diesen Geburtsfehler des Euro zu überwinden. Dazu gehört natürlich auch, dass es hier keinen Widerspruch gibt. Natürlich habe ich mehr nationale Autonomie, wenn ich bereit bin, mehr nationale Souveränität auf die europäische Ebene abzugeben. Ein Beispiel ist etwa die Geldpolitik. Fast alle Länder in Europa, Deutschland ausgenommen, hatten vor 1999 geldpolitisch keine Autonomie. Sie konnten nicht frei entscheiden. Durch die Abgabe nationaler Souveränität im Zuge der Euroeinführung haben sie jetzt mehr Einfluss. Sie haben Einfluss gewonnen auf die Entscheidungen der Geldpolitik. Das trifft auf viele Bereiche zu, zum Beispiel auch auf die gemeinsame Handelspolitik, die auch für Deutschland einen riesigen

Vorteil bedeutet. Die Idee, Souveränität auf europäischer Ebene zu bündeln, heißt also nicht, dass wir weniger nationale Autonomie haben, ganz im Gegenteil. Deshalb sollten wir uns ganz genau die Bereiche anschauen, für die es Sinn macht, Souveränität und Verantwortung auf europäischer Ebene zu stärken oder auf nationale Ebenen zu übertragen. Subsidiarität und stärkere europäische Institutionen sind für mich also kein Widerspruch, sondern können Hand in Hand gehen.

Damit möchte ich schließen, Dankeschön.