



EZB-Kritik allein ist noch keine Lösung

Marcel Fratzscher, Reint E. Gropp, Hans-Helmut Kotz, Jan Krahen, Christian Odendahl, Beatrice Weder di Mauro, Guntram Wolff

Die Eurozone verharrt weiter in einer tiefen, vor allem makroökonomischen Krise. Eine robuste Weltwirtschaft und der fallende Ölpreis haben Europas Wirtschaft eine Zeit lang gestützt. Doch spätestens jetzt zeigt sich, dass sich die Eurozone nur durch viel entschiedeneres eigenes Handeln aus der Krise ziehen kann. Eine Antwort, die neuerliche Lockerung der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank (EZB), wurde in Deutschland meist scharf und zu einseitig attackiert. Geldpolitisches Nichtstun scheint die bevorzugte Option vieler in Deutschland.

Doch bleiben viele EZB-Kritiker die Antworten auf wichtige Fragen schuldig. Was würde passieren, reagiere die EZB nicht auf die zu niedrige Inflation und die schwache Wirtschaft? Und wenn nicht die Geldpolitik, welche Wirtschaftspolitik ist unter den gegenwärtigen Umständen die richtige? Es reicht nicht, nur zu kritisieren, allein „Nein“ zu sagen. Deutschland kommt eine tragende Rolle dabei zu, konstruktive Antworten auf die europäische Krise zu formulieren. Dazu gehört auch eine offene, konstruktive makroökonomische Debatte, die auf empirischer Evidenz beruht und die Währungsunion als Ganzes im Blick hat.

Die Krise der Eurozone ist eine vierfache. Die erste ist eine Wachstumskrise. Erst jetzt hat die Eurozone die wirtschaftliche Leistung von vor der Finanzkrise 2008 wieder erreicht. Zudem leidet der Euroraum weiterhin unter hoher Arbeitslosigkeit und zu niedriger Inflation, die nur zum Teil auf den stark gefallen Ölpreis zurückzuführen ist. Auch die Kerninflation, die Energiepreise herausrechnet, liegt schon seit längerer Zeit bei 1% – und die Erzeugerpreisinflation von Waren und Dienstleistungen sogar noch darunter. Die Arbeitnehmerentgelte wachsen immer langsamer, zuletzt nur noch um 1% jährlich. All das sind klassische Anzeichen einer Nachfrageschwäche.

Abbildung 1

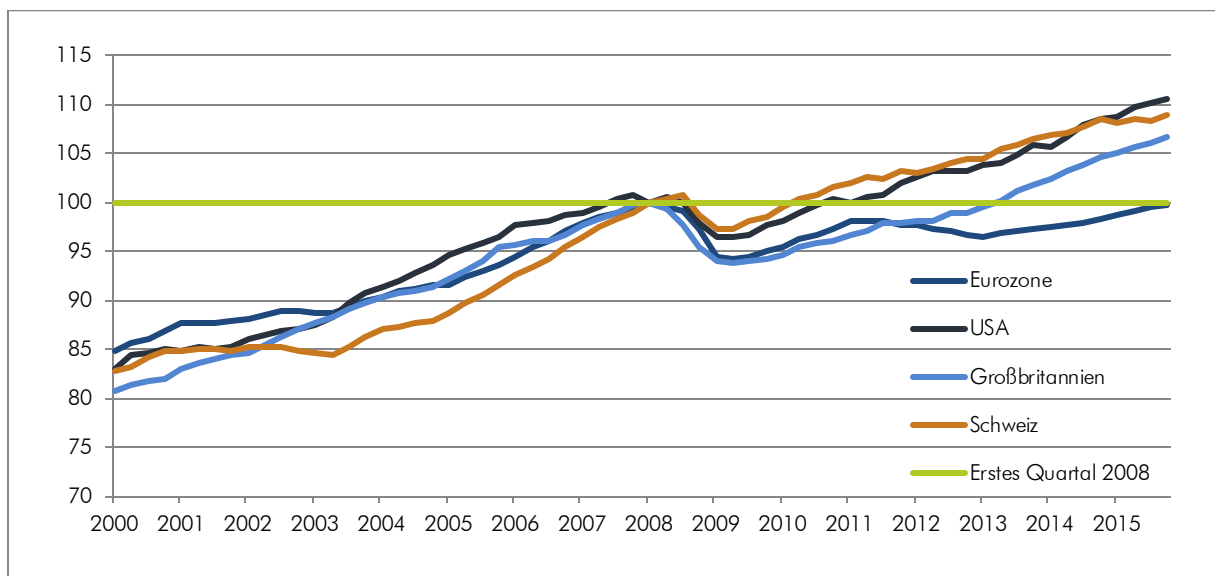
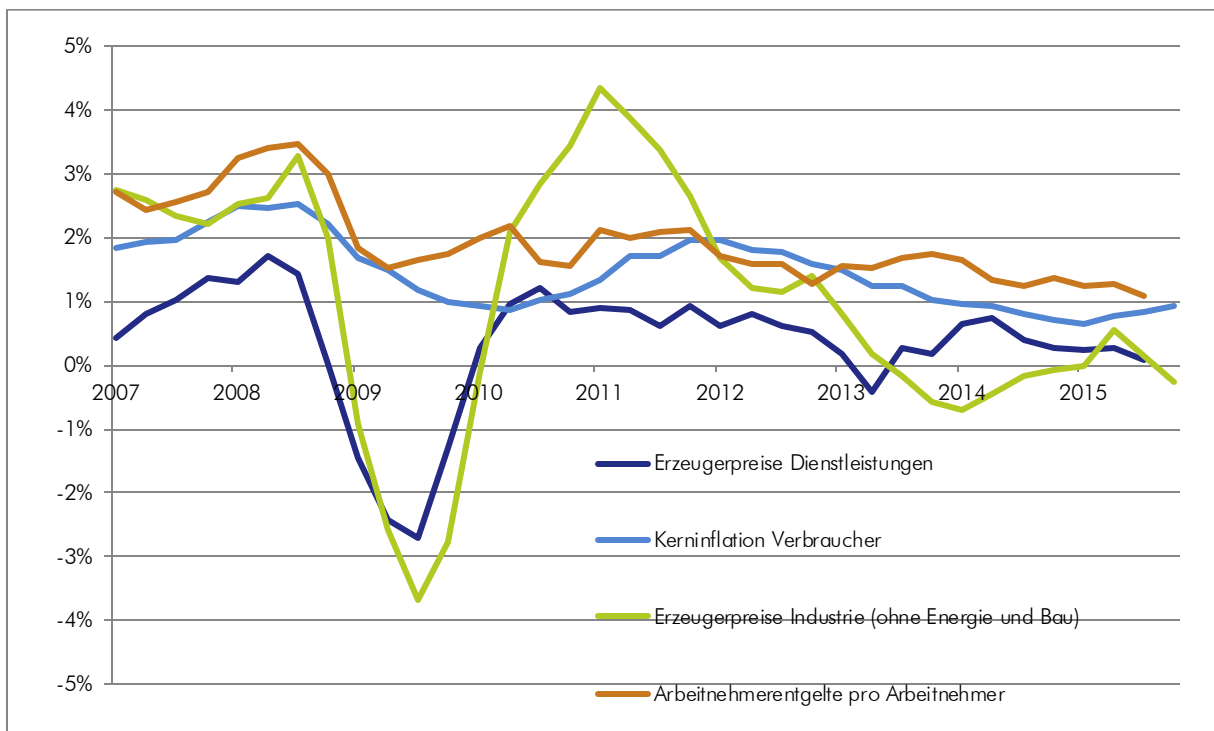
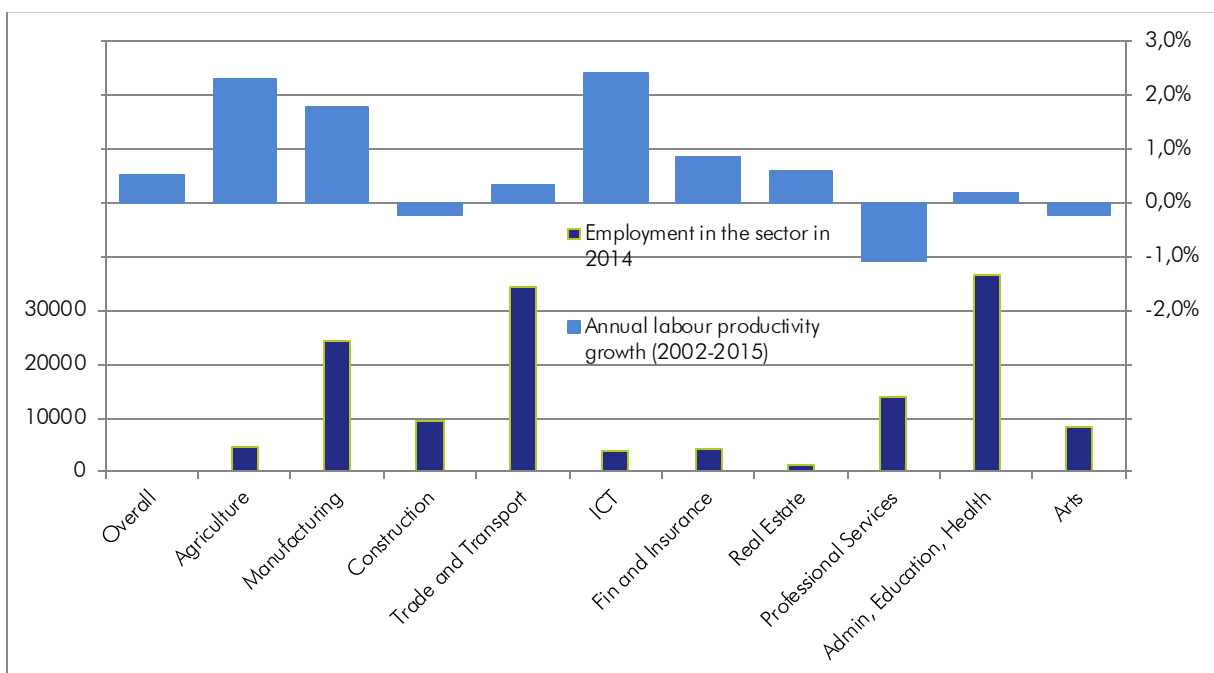


Abbildung 2



Dazu kommen erhebliche Schwächen auf der Angebotsseite. Der Euroraum leidet unter einem zu geringen Produktivitätswachstum. In den Jahren 2002 bis 2015 ist die Wertschöpfung pro Arbeitnehmer im Durchschnitt nur 0,5% im Jahr gewachsen. Der Grund ist nicht die Industrie, wo der Wert bei fast 2% liegt, sondern die Dienstleistungen, wo das Produktivitätswachstum sehr niedrig und teilweise sogar negativ ist. Es fehlt an Innovationsdynamik und Investitionen. Solche strukturellen Wachstumsprobleme können mit Nachfragepolitik allein nicht beseitigt werden.

Abbildung 3



Die zweite Krise, die Schuldenkrise, hat weiterhin große Teile der öffentlichen Haushalte in Europa im Griff. Sie reduziert deren fiskalischen Handlungsspielraum. Sie findet gleichzeitig aber auch einen Ausdruck in einer zu hohen Verschuldung von einigen Unternehmen und privaten Haushalten. Diese bedarf der Konsolidierung. Die gelingt aber nur sehr zögerlich inmitten einer Wachstumskrise. Zumal, da die realen Finanzierungskosten, nach Abzug der sehr niedrigen Preissteigerungsraten, hoch sind. Das schwächt die Nachfrage zusätzlich. Es läuft auf einen Teufelskreis hinaus, der zwangsläufig die dritte Krise, die Bankenkrise, verschärft.

Faule Kredite in dreistelliger Milliardenhöhe belasten eine Reihe von südeuropäischen Banken und reduzieren deren Bereitschaft, neue Kredite zu vergeben. Hier existiert ein dringender Wertberichtigungsbedarf, verbunden mit einer entsprechenden Kapitalerhöhung. Zudem sind die Bankensysteme, auch in Deutschland, weiterhin überbesetzt. Die niedrigen Zinsen und die ansteigenden regulatorischen Kosten, selbst eine Folge der Finanz-, Wachstums- und Schuldenkrisen, und die damit einhergehenden Schwierigkeiten, Gewinne zu erwirtschaften, stellen die Banken in der ganzen Eurozone vor große Herausforderungen.

Die vierte Krise ist eine Vertrauenskrise. Unternehmen investieren nicht, Menschen konsumieren nicht, wenn sie kein Vertrauen in die Fähigkeit der Politik haben, die wirtschaftlichen Probleme Europas zu lösen, wenn sie Arbeitslosigkeit und Lohneinbußen fürchten oder geringe Nachfrage nach dem eigenen Produkt erwarten. Dieser Mangel an Vertrauen macht die Überwindung der europäischen Krise umso schwerer.

Diese vier Krisen, die eng zusammenhängen und sich gegenseitig verstärken, werden sich nicht von selbst lösen. Die EZB ist eine der wenigen Institutionen, die zur Lösung beiträgt. Sie folgt dabei ihrem Mandat: Sie soll mittels geldpolitischer Instrumente Preisstabilität in der mittleren Frist gewährleisten. Die Gründe für dieses Mandat sind zweierlei. Erstens sind stabile Preise eine notwendige Voraussetzung für eine gesunde und nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung und Nachfrage. Eine zu geringe Preisentwicklung erhöht auch die Realzinsen. Das dämpft die Auslastung und tendenziell auch das mittelfristige Wachstumspotenzial. Zweitens erlaubt eine stabile Preisentwicklung Planungssicherheit für private Haushalte, Tarifvertragsparteien, Unternehmen und Investoren, die darauf angewiesen sind, um langfristige Verträge eingehen zu können.

Von der EZB wird Preisstabilität als Inflation knapp unter 2% definiert – ähnlich wie viele andere Zentralbanken dies tun. Dieses Ziel verfehlt die EZB nicht nur im Moment deutlich; es scheint auch auf absehbare Zeit außer Reichweite: Markt- und umfragebasierte Inflationserwartungen für die nächsten Jahre bleiben deutlich unter dieser Marke. Würde die EZB unter diesen Umständen nicht alle ihr zur Verfügung stehenden Instrumente einsetzen, würde sie schlicht ihr Mandat verletzen und zudem ihre Glaubwürdigkeit riskieren.

Geldpolitik ist aber kein Allheilmittel, das ohne Nebenwirkungen ist. Geldpolitik hat immer auch Verteilungseffekte. Hinzu kommen potenzielle Risiken für die Finanzstabilität: Niedrigere Zinsmargen drücken auf die Ergebnisse von Banken, verführen möglicherweise zum Eingehen von höheren Risiken. Auch können niedrige Zinsen zu Blasen bei Vermögenspreisen führen.

All dies ist richtig und wirft doch die Frage auf, was passieren würde, wenn die EZB stattdessen nichts täte, wie es einige deutsche Kritiker offenbar gerne sähen. Was wäre geschehen, wenn die EZB ihre Stützungsprogramme nicht implementiert hätte? Die schwedische Riksbank, beispielsweise, hat sich in den vergangenen Jahren, aus Sorge um die Finanzstabilität, lange gegen Zinssenkungen gestemmt. Das Ergebnis war, dass die Inflation stetig sank und die Riksbank sich später gezwungen sah, die Zinsen umso deutlicher zu senken. Sie liegen heute unter denen der EZB.

Es gibt einige Anzeichen dafür, dass die niedrigen Zinsen und Ankaufprogramme der EZB über die vergangenen eineinhalb Jahre einen Effekt gehabt haben – sie haben die langfristigen Zinsen gesenkt, in Südeuropa die Kreditvergabe gestärkt, wenn auch wohl zu geringfügig, und den Euro abwerten lassen, was die Exporte (vor allem auch in Deutschland) stützt. Ein „Nichtstun“ der EZB hätte dagegen mit hoher Wahrscheinlichkeit noch geringere Inflation, ein noch niedrigeres Wachstum und noch höhere Arbeitslosigkeit zur Folge gehabt. Frühzeitiges und entschiedenes Handeln ist mitentscheidend für den Erfolg der Geldpolitik.

Wir meinen, dass die Maßnahmen der EZB zwar richtig und notwendig, aber nicht hinreichend sind, um die europäische Wirtschaft aus der Krise zu ziehen – dafür haben alle Akteure, inklusive der EZB, zu zögerlich reagiert. Es bedarf neben proaktiver Geldpolitik eines viel entschiedeneren Handelns der Politik an drei anderen Ecken des Vierfachproblems.

Der erste Bereich, der die Geldpolitik unterstützen sollte, ist die Fiskalpolitik. Sie ist in Europa mittlerweile weitgehend konjunkturneutral – nach Jahren konjunkturdämpfender Kürzungen, die zudem oft an den falschen Stellen (Investitionen) angesetzt haben. Europa benötigt dringend ein dreifaches Umdenken in der Fiskalpolitik. Zum ersten müssen Investitionen gestärkt und der Staatskonsum nachhaltig gemacht werden. Länder wie Deutschland zum Beispiel investieren viel zu wenig in Infrastruktur und Bildung. Sie sparen, etwa durch unterlassene Unterhaltungsaufwendungen, zu Lasten der Zukunft. Gleichzeitig müssen viele europäische Länder – übrigens auch Deutschland – ihre Sozialversicherungssysteme reformieren, die wegen des demographischen Wandels und des geringen Potenzialwachstums unter Druck stehen. Hierbei sollte es um langfristige Maßnahmen gehen, um die aktuelle Nachfrageschwäche nicht zu verschärfen.

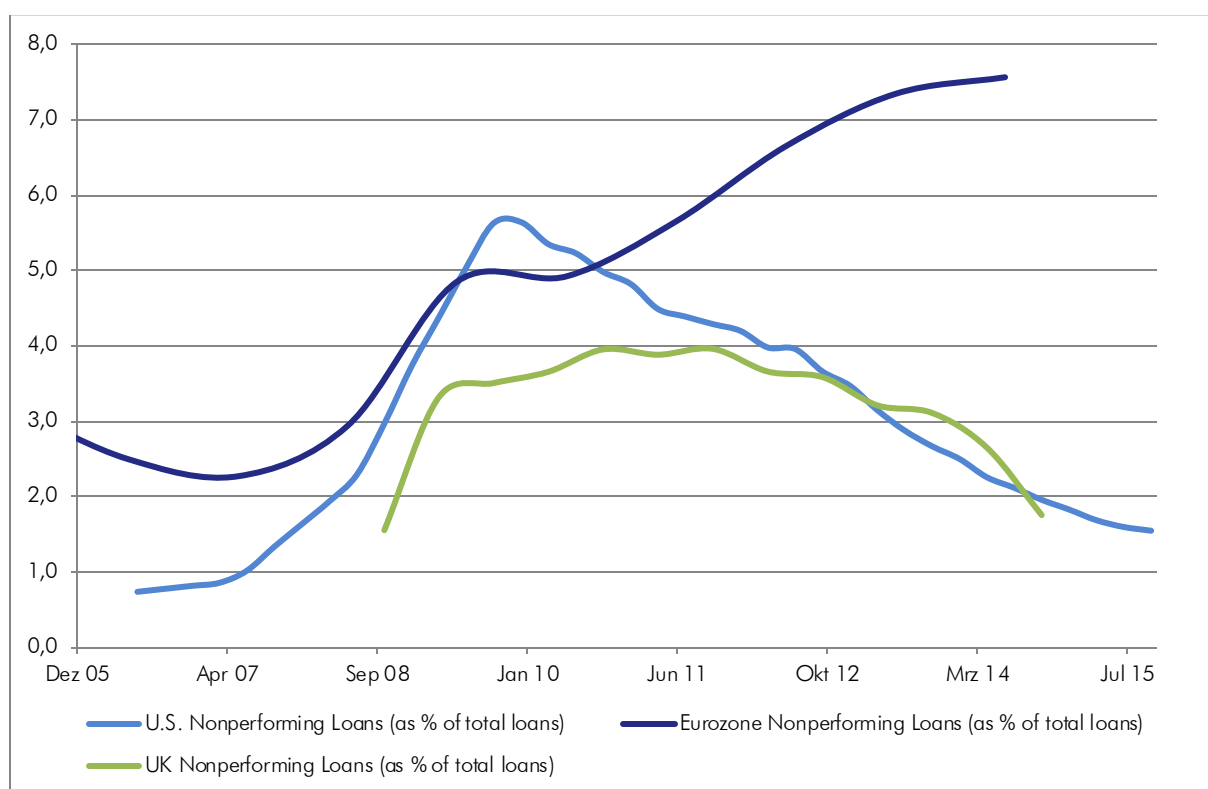
Zudem sollte der fiskalische Spielraum des Fiskalpakts voll genutzt werden. Die wirtschaftliche Lage in Europa ist zu schlecht, als dass fiskalische Konsolidierung und Schuldenabbau oberste Priorität haben sollten. Dies gilt insbesondere für starke Länder wie Deutschland, das im Angesicht der Flüchtlingskrise und den schon seit vielen Jahren negativen öffentlichen Nettoinvestitionen nicht die erste Priorität auf eine „Schwarze Null“ setzen sollte. Weder die deutsche Schuldenbremse noch konventionelle ökonomische Analysen verlangen das Erreichen einer „Schwarzen Null“. Beide gebieten vielmehr eine Fiskalpolitik, die in gegenwärtig schwierigen Zeiten in Deutschland expansiver sein kann, um wichtige Ausgaben und Investitionen tätigen zu können.

Und die Eurozone benötigt einen Plan für eine nachhaltige Fiskalpolitik in allen Ländern, um die öffentliche Verschuldung langfristig tragfähig zu machen. Nur mit einer glaubhaft nachhaltigen Fiskalpolitik haben Regierungen den nötigen fiskalischen Spielraum, um in schwierigen Zeiten

(wie im Moment) gegenzusteuern. Konsolidierung und Schuldenregeln lassen sich allerdings schwerlich von außen durchsetzen, wie die Erfahrung zeigt. Fiskalregeln müssen in einem breiten Dialog in Europa erarbeitet und akzeptiert werden. Dieser Dialog muss auch beinhalten, wie die Fiskalpolitik aller Länder der Eurozone in der Summe wirkt, wenn Geldpolitik an ihre Grenzen stößt, wie sozialverträglich Konsolidierung abläuft und wie staatliche Investitionen in Konsolidierungsphasen aufrechterhalten werden können.

Der zweite Bereich sind Strukturreformen, die weiterhin umgesetzt werden müssen, um das Wachstumspotenzial zu erhöhen. In der gegenwärtigen Situation ist es für Europa entscheidend, solche Reformen zu identifizieren und zügig umzusetzen, die bei der Überwindung der Nachfrageschwäche helfen und gleichzeitig das Produktivitätswachstum fördern. Neben länderspezifischen Problemen, die gerade in Italien und Frankreich drängend sind, sollte Europa sich auf das Öffnen von Märkten konzentrieren und den Binnenmarkt für Dienstleistungen vorantreiben. Denn gerade in den privaten Dienstleistungen hinkt das europäische Produktivitätswachstum weltweit deutlich hinterher. Der Grund sind zu kleine, durch nicht-tarifäre Hemmnisse geschützte Märkte. Ein großer, europäischer Markt würde dagegen Anreiz für mehr Investitionen schaffen – insbesondere in moderne Technologien. Für eine umfassende, produktivitätsorientierte europäische Dienstleistungsagenda müsste sich aber einer der größten Bremser, Deutschland, an die Spitze der Bewegung stellen.

Abbildung 4



Der dritte Bereich betrifft den Bankensektor. Die Eurozone wird in den kommenden Jahren eine deutliche Konsolidierung des Bankensektors erfahren. Dass die USA nach 2008 ihren Banken-

sektor zügig bereinigt haben und damit auch letztlich eine wichtige Voraussetzung für die Beendigung der Krise und wirtschaftliche Erholung gelegt haben, ist der vielleicht größte Unterschied zur Eurozone. Banken in Schieflage haben ihre Funktion als Finanzierer der europäischen Realwirtschaft oft nur in dem Sinne wahrgenommen, dass sie bestehende, aber nicht zukunftsfähige Wirtschaftsstrukturen weiter finanziert und damit zu den umfangreichen Beständen an Problemkrediten beigetragen haben.

Die Bankenunion war ein wichtiger Schritt zu einem gesunden europäischen Bankensektor, allerdings ist der Weg zur Vollendung noch weit. Eine schnellere Lösung der notleidenden Kredite würde Unsicherheit beseitigen, überschuldeten Haushalten und Unternehmen eine neue Perspektive eröffnen und Bankkapital für neue Kredite an produktive Unternehmen freimachen.

Die deutschen Kritiker der EZB machen zwei große Fehler. Erstens übersehen sie, dass trotz aller Nebenwirkungen der gegenwärtigen EZB-Geldpolitik die Konsequenzen eines Nichtstuns deutlich schlechter wären. Zweitens bieten sie keine konstruktive Alternative zur Geldpolitik an und riskieren, mit ihrer Kritik die Glaubwürdigkeit der EZB zu beschädigen. Es ist unwahrscheinlich, dass die EZB mit ihren geldpolitischen Maßnahmen alleine ihr Mandat der Preisstabilität erreichen können – doch genauso wenig reichen Strukturreformen, um die Krise Europas zu lösen. Denn der immer noch dysfunktionale Bankensektor in der Eurozone verhindert, sinnvolle und produktive Investitionen zu finanzieren. Und die Fiskalpolitik ist nach wie vor zu wenig auf Investitionen und Wachstum ausgerichtet und in Ländern mit fiskalischem Spielraum zu restriktiv.

Die Kritik an der EZB in Deutschland ist kontraproduktiv. Die Geldpolitik muss expansiv bleiben, damit die EZB ihrem Mandat zumindest ansatzweise gerecht wird. Das gebietet auch der Erhalt ihrer Glaubwürdigkeit. Die EZB muss nicht weniger, sondern Europas Politik muss mehr tun. Sie muss entschiedener handeln, um Europa wieder auf einen Wachstumspfad zu bringen. Die Politik, auch die deutsche, darf sich nicht länger ihrer Mitverantwortung für die gegenwärtige wirtschaftliche Lage in weiten Teilen Europas entziehen. Benötigt wird eine wachstumsfreundliche Fiskalpolitik, Strukturreformen zur Öffnung neuer Märkte und eine Konsolidierung und Restrukturierung des Finanzsektors. Dabei müssen vor allem wir in Deutschland uns den Spiegel vorhalten – denn die meisten dieser Reformen benötigen wir genauso dringend wie unsere europäischen Nachbarn. 