

# „Die Krisenpolitik der EZB ist ein gefährliches Experiment“

Ökonomieprofessor **Clemens Fuest**, Präsident des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), über Anleihekäufe, Konjunktur und Inflationsrisiken



„Ein großer Nachteil des Staatsanleihekaufprogramms der EZB ist, dass sie damit den Reformdruck für die EU-Krisenländer reduziert hat.“ Clemens Fuest im Gespräch mit Euro-Autor Mario Müller-Dofel in einem Münchner Hotel

**€uro:** Herr Fuest, wie wird sich die Konjunktur in Deutschland 2014 entwickeln?

**Clemens Fuest:** Der ZEW-Index, der die Einschätzungen von Finanzmarktexperten widerspiegelt, zeigt einen zunehmenden Optimismus. Wir haben eine gute Arbeitsmarktentwicklung, was die Binnennachfrage stärkt, und niedrige Zinsen. Gut möglich, dass die deutsche Wirtschaft 2014 um ein bis zwei Prozent wächst. Aber die Risiken sind groß, weil wir stark am Export hängen. **Viele deutsche Unternehmen sind hoch liquide und nur 20 Prozent der Firmen monieren einen restriktiven Zugang zu Bankkrediten. Warum investieren sie dennoch nur sehr zurückhaltend?**

Weil es noch weitere Risiken gibt, etwa die Steuererhöhungsdebatte und die Eurokrise. Da behält man lieber ein paar Euro mehr als Reserve.

**Im Bundestagswahlkampf war die Eurokrise kaum ein Thema.**

CDU und SPD unterscheiden sich in der Europolitik kaum. Zudem hat die Europäische Zentralbank mit ihrem Staatsanleihekaufprogramm die Finanzmärkte beruhigt. Das hat den Charakter der Krise verändert.

**Wie meinen Sie das?**

Aus einer kapitalmarktgetriebenen Krise ist eine politische und soziale Krise geworden. Die EZB hat die Finanzmarktakteure beruhigt, weil die am lautesten geschrien haben, und ihnen die Haftung der Steuerzahler angeboten. Die Anleger sind jetzt zufrieden, aber die Steuerzahler fürchten sich.

**Anleger sind meist auch Steuerzahler!**

Trotzdem gibt es wichtige Unterschiede: Ein Euro krisenbedingter Verlust auf dem Sparkonto bleibt ein Euro Verlust eines Gläubigers. Wenn die Politik aber den Gläubiger

schont und das Geld über Steuern eintreibt, verursacht sie Ausweichreaktionen, sodass pro eingenommenem Steuer-Euro noch einmal 40 bis 50 Cent an Mehrkosten entstehen. Außerdem wäre es ungerecht, wenn die Steuerzahler bluten müssten, um Investoren Verluste zu ersparen.

**So weit kommt es nicht, sagt die Politik.**

Das weiß niemand, weil unsicher ist, ob Länder wie Portugal, Spanien und Italien ihre Schulden dauerhaft bedienen können.

**Die herrschenden Politiker in Europa behaupten, dass das klappen wird.**

Die Politik in Europa hat auch lange behauptet, Griechenland sei solvent.

**EU-Ratspräsident Herman Van Rompuy meint trotzdem, die existenzielle Bedrohung des Euro sei beendet.**

Ich verstehe, dass er das sagt, weil ein Politiker optimistisch sein muss. Aber leider sind wir noch nicht so weit.

**Psychologen meinen wiederum, zu viel Optimismus hemmt den Veränderungswillen.**

Da ist etwas dran. Es heißt ja auch, ein Pessimist ist ein Optimist, der nachgedacht hat. Mir gefällt auch, was Angela Merkel sagt: Es sind große weitere Anstrengungen nötig, weil die Krise eben noch nicht vorbei ist.

**Zurzeit wird wieder ein Schuldenschnitt bei griechischen Staatsschulden diskutiert.**

**Wäre der ein Problem?**

Für die Finanzstabilität wäre ein Schuldenschnitt nicht so schlimm, weil es kaum noch private Gläubiger gibt. Unangenehm wäre er dennoch, weil die EZB und Staaten, die Geld an Griechenland verliehen haben, dann einiges davon abschreiben müssten.

**Was wird die Politik also tun?**

Wahrscheinlich eine optisch schönere Variante wählen, also einen klassischen Schul-

ALLE FOTOS: AXEL GRIESCH FÜR €URO



**Clemens Fuest (45):** „Manchmal bin ich frustriert, aber das vergeht“





**Clemens Fuest**, am 23. August 1968 in Münster geboren, gehört zu den angesehensten deutschen Ökonomen. Er studierte Volkswirtschaft in Bochum und Mannheim. 1994 promovierte er zum Thema „Eine Fiskalverfassung für die Europäische Union“ und habilitierte 2001 zum Zusammenhang von Steuerpolitik und Arbeitslosigkeit. Seit 2003 gehört er unter anderem beim Bundesfinanzministerium dem Wissenschaftlichen Beirat an. Seit März 2013 ist er Präsident des ZEW in Mannheim.

denschnitt vermeiden und stattdessen die Laufzeiten von Anleihen verlängern und auf Zinsen verzichten. Das wäre ökonomisch das Gleiche wie ein Schuldenschnitt, hätte aber den buchhalterischen Vorteil, dass man in den Bilanzen kein Geld abschreiben muss.

**Das nennt man kreative Buchführung.**

Das Risiko bei dieser Vorgehensweise ist, dass der riesige Schuldenberg Griechenlands bei 170 Prozent des Bruttoinlandsprodukts bestehen bleibt und eine wirtschaftliche Erholung erschwert. Wer will schon in einem hoch verschuldeten Land investieren, in dem völlig unklar ist, wie die Schulden abgetragen werden?

**Als größte Herausforderung in der Eurozone sehen Sie die Bankenunion. Warum?**

Ohne Bankenunion wird die Eurozone meiner Ansicht nach nicht dauerhaft bestehen können. Ein wichtiges Element ist ein gemeinsamer Fonds zur Bankenrestrukturierung, also eine Art Versicherung, die Krisenbanken aufhängt. Nur kann man einer Versicherung nicht beitreten, wenn der Schaden schon passiert ist. Viele Banken in Europa haben faule Kredite in ihren Büchern. Die daraus resultierenden Verluste müssen offengelegt werden, und die Banken müssen neues Kapital erhalten, sonst kann die Bankenunion nicht kommen.

**Wo liegt dabei das Problem?**

Es muss geklärt werden, wer die Verluste und die Kosten der Rekapitalisierung trägt. Die

EZB will den Umfang der faulen Kredite erst offenlegen, wenn die nationalen Regierungen geklärt haben, wer für die Verluste haftet. Doch derartige Entscheidungen schiebt die Politik gerne auf die lange Bank.

**Warum lässt die Politik nicht einfach die Gläubiger haften, wie es sich in einer ordentlichen Marktwirtschaft gehört?**

Das wäre der richtige Weg, aber die Konsequenzen wären unangenehm. Aktionäre verlieren ihr Vermögen, Inhaber nachrangiger Anleihen würden Verluste erleiden, all das würde zu Unruhe auf den Finanzmärkten führen. Es ist zu befürchten, dass die Politik dem aus dem Weg geht, das Projekt Bankenunion vertagt und sich lieber darauf verlässt, dass die EZB die Banken möglichst lange mit billigem Geld versorgt.

**Die US-Notenbank fährt seit Jahren die weltweit aggressivste Billiggeldstrategie. Sie warnen deshalb vor Blasen an den Finanzmärkten. Sehen Sie schon welche?**

Ja, zum Beispiel auf einigen Immobilienmärkten in den USA wie etwa in New York. Auch die Aktien- und Anleihenmärkte sind von der Notenbank getrieben.

**Sie deutet immer wieder an, dass sie ihre Anleiheaufkäufe zur Konjunkturbelebung bald reduzieren wird.**

Dann wird es möglicherweise große Erschütterungen geben.



Der Krisenpolitik der EZB fehlt es an demokratischer Legitimation. Entscheidungen von solch extremer Tragweite sollten nicht von einer Institution gefällt werden, die dazu kein Mandat hat.“

***Oder macht die US-Notenbank mit diesen Ankündigungen nur PR, um ihren Kritikern den Wind aus den Segeln zu nehmen.***

Irgendwann muss sie ihr Geld wieder teurer machen – spätestens wenn die Inflationserwartungen steigen. Das passiert wahrscheinlich dann, wenn in den USA der wirtschaftliche Aufschwung kommt.

***Wohin steuert die US-Notenbank unter der designierten neuen Chefin Janet Yellen?***

Die Tatsache, dass Yellen eher als Verfechterin einer lockeren Geldpolitik gilt, sollte nicht zu dem Fehlschluss führen, dass die expansive Geldpolitik endlos weitergeht. Schon deshalb, weil alle Welt von Yellen eine lockere Geldpolitik erwartet, ist sie gezwungen zu zeigen, dass sie auch ‚anders kann‘.

***Die Notenbanken sagen, es sei kein Problem, die Geldflut bei Bedarf wieder einzudämmen. Stimmt das?***

Nehmen wir die EZB: Sie versorgt die Banken zwar mit viel Geld zu Minizinsen, aber einen Großteil davon parken die Banken wieder im EZB-System – zum Beispiel bei der Bundesbank –, statt es an Unternehmen und Haushalte zu verleihen. Deshalb gibt es derzeit auch keine erhöhte Inflation. Die Frage ist, wie schnell die EZB das Geld wieder einsammeln kann, wenn es beginnt, in andere Verwendungen zu fließen.

***Ist die Inflationsangst in Deutschland also zu Recht abgeklungen?***

Kurzfristig kann man das so sehen. Aber stellen wir uns vor, die EZB würde immer mehr italienische Staatsanleihen kaufen, weil das

Land sonst pleiteginge. Dann wäre irgendwann das Vertrauen in den Euro kaputt, und wir bekämen Inflation. Die EZB hat signalisiert, notfalls unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, aber sie kann die Emission von Staatsanleihen nicht kontrollieren, weil darüber die Nationalstaaten entscheiden.

***Die EZB kauft allerdings nur Anleihen von Ländern, die sich einem Stabilitätsprogramm unterwerfen.***

Aber hält sie sich an das Versprechen, wenn ein Ende der Aufkäufe einen Staatsbankrott nach sich ziehen würde? Und bringen die Stabilitätsprogramme tatsächlich die erhofften Ergebnisse? Ein großer Nachteil des Anleihekaufprogramms der EZB ist, dass sie damit den Reformdruck auf die EU-Krisenländer reduziert hat. Die aktuelle Krisenpolitik ist ein historisch einmaliges und durchaus gefährliches Experiment. Allerdings soll man nicht so tun, als gäbe es risikolose Auswege aus der Krise. Mich stört vor allem, dass es an demokratischer Legitimierung für das derzeitige Krisenmanagement fehlt.

***Sie sind einer von wenigen deutschen Ökonomen, die sich neben der Forschung auch der Politikberatung widmen. Sind Sie manchmal frustriert, wenn die Politik ganz anders entscheidet, als Sie es tun würden?***

Manchmal schon, aber das vergeht. Ich bin nicht der Meinung, im Besitz der allein seligmachenden Wahrheit zu sein. Wichtig ist, dass wir keine Expertokratie sind, sondern eine Demokratie, in der die gewählten Abgeordneten die Entscheidungen treffen. Deshalb kritisiere ich ja das Anleihekaufprogramm der EZB: Da werden Entscheidungen von extremer Tragweite von einer Institution gefällt, die dazu nicht das Mandat hat und weder wähl- noch abwählbar ist.

***Was ist daran so schlimm, wenn's hilft?***

Es ist eben unklar, ob das Programm dauerhaft hilft, wem es hilft und wem es schadet. Die Risiken sind groß. Demokratisch gewählte Parlamente haben das Mandat, für die Bürger zu entscheiden, solche Risiken einzugehen, um andere Gefahren abzuwenden. Der EZB ist nur das Mandat anvertraut, unabhängig Geldpolitik zu betreiben. Diese Unabhängigkeit bedeutet meines Erachtens, dass die EZB ihr Mandat eng auslegen muss. Beim Anleihekaufprogramm geht es jedoch primär darum, den Krisenstaaten in Europa den Zugang zum Geld privater Investoren zu erhalten. Für mich ist das nicht die Aufgabe der Geldpolitik. 