

Prof. Dr. Paul J.J. Welfens, Präsident des Europäischen Instituts für Internationale Wirtschaftsbeziehungen (EIIW), Lehrstuhl Makroökonomik und Jean Monnet Professor an der Bergischen Universität Wuppertal, Alfred Grosser Professur 2007/08, Sciences Po, Paris, Research Fellow, IZA, Bonn; Non-Resident Senior Fellow, AICGS/Johns Hopkins University, Washington DC. www.eiiw.eu. *Welfens hat bereits in 2008 vor einer Griechenland-, Portugal-, Spanien- und Italienkrise gewarnt (Buch Transatlantische Bankenkrise: S.158f., Stuttgart: Lucius). Sein Neues Buch Die Zukunft des Euro. Die Europäische Staatsschuldenkrise und ihre Überwindung (Berlin: Nicolai) fordert zum Übergehen auf eine Politische Union in der Eurozone auf.*

welfens@eiiw.uni-wuppertal.de

8.9.2012

eurodraghi2012welfens

Neue EZB-Ankaufspolitik als vernünftige Strategie

Die Europäische Zentralbank hat am 6. September 2012 den Übergang zu einer neuen Ankaufspolitik für kurzfristige Staatsanleihen – unter Bedingungen für die betreffenden Krisenländer – beschlossen. Wenn das betreffende Land ein volles Anpassungsprogramm auf Basis der Rettungsfonds EFSF/ESM oder ein Mindestanpassungsprogramm (Enhanced Conditions Credit Line) zugesagt hat, dann kann etwa Spanien mit einer unterstützenden Ankaufspolitik der Europäischen Zentralbank rechnen. EZB-Präsident Draghi hat in der Pressekonferenz bei der Vorstellung der neuen Ankaufspolitik darauf hingewiesen, dass es bei einer Staatsschuldenkrise mehrere Gleichgewichte an den Finanzmärkten geben kann und die neue Interventionsmöglichkeit soll helfen, vom schlechten bzw. instabilen Gleichgewichtspunkt weg zu kommen und ein stabiles neue Gleichgewicht zu erreichen. Schon Gärtner/Griesbach von der Universität St. Gallen hatten in einer empirischen Euro-Finanzmarktanalyse ebenso auf die Möglichkeit mehrere Gleichgewichte hingewiesen wie auch der Autor dieser Zeilen im Journal International Economics and Economic Policy Anfang 2012 selbst. Hier ist ein wichtiger Begründungspunkt für bedingte Interventionen.

Das Ankaufsprogramm bezieht sich auf Staatsanleihen mit Papieren von ein bis drei Jahren, so dass auch die Bereitschaft der EZB zum potenziell unbegrenzten Ankauf solcher Papiere nicht bedeutet, dass die Geldmenge unkontrolliert ansteigen wird. Der Anteil der Staatspapiere mit einer Laufzeit im relevanten Zeitraum dürfte kaum 1/10 des Staatsschuldenbestandes von etwa 8000 Mrd. € in der Eurozone ausmachen und davon dürfte kaum 40% auf die Krisenländer entfallen. Eine denkbare Obergrenze beim Ankaufsvolumen liegt also bei rund 320 Mrd. €, was auf Basis der im Zeitraum 2010/2011 schon erfolgten Ankäufe von 209 Mrd. € dann eine überschaubare Erhöhung der Anleihebestände in der EZB-Bilanz bedeutete. Auf Basis der genannten Zahlen wären das als Maximalwert kaum 6% des Bruttoinlandsproduktes in der Eurozone und käme damit nicht an das 10%-Volumen des Quantitative Easing in den USA heran und wäre weit vom britischen Wert von 18% weg. Unter EZB-Risikodiversifizierungsaspekten wäre es günstiger, die EZB kaufte echte Eurobonds an, aber die hat die Politik bislang bedauerlicherweise zu schaffen verabsäumt.

In den USA ist die entsprechende expansive Offenmarktpolitik, also der Ankauf von US-Staatsanleihen durch die Zentralbank, ohne Inflationseffekte erfolgt. Auch die EZB hat darauf hingewiesen, dass bei einem Ankauf von Staatsanleihen zugleich Maßnahmen zur unveränderten Kontrolle der Geldmengenexpansion ergreifen werden. Niemand wird im Übrigen bei der EZB so naiv sein, nicht genau zu betrachten, ob die Krisenländer nun ihre Emissionspolitik verstärkt auf eine Laufzeit im Bereich ein bis drei Jahre fokussieren.

Die Bedingungen eines Anpassungsprogrammes für Krisenländer werden in der Regel auf Haushaltskonsolidierung und Strukturreformen zur Verbesserung der internationalen

Wettbewerbsfähigkeit und damit auch zur Verbesserung der Leistungsbilanzposition abzielen. Damit ist aus theoretischer Sicht klar, welche ökonomischen Haupteffekte von der neuen EZB-Lockerungspolitik in der Eurozone zu erwarten sind: (1) eine nominale und reale Zinssenkung in den Krisenländern, was die Investitionen stimulieren und in geringem Maße auch zur Budgetentlastung beim Staat – via verminderte Zinsausgaben –beitragen wird; (2) eine Abwertung des Euro, was die Güterexporte erhöht bzw. die Leistungsbilanzposition der Eurozone insgesamt verbessert. Die Stärkung der Leistungsbilanzposition von Euro-Krisenländern bedeutet zunächst die Erhöhung des nationalen Leistungsbilanzüberschusses oder die Verminderung des bisherigen –defizits. Ein Teil des Effektes schlägt üblicherweise auf die Leistungsbilanzposition des gesamten Euroraumes positiv durch; dieser Effekt wird den eigentlich von einer geldpolitischen Lockerungspolitik ausgehenden Abwertungseffekt abmildern. Da aber der Zinssenkungseffekt der EZB-Ankaufspolitik die Tragfähigkeit der Staatsschulden im betreffenden Land verbessert und soweit durch Erreichen einer Leistungsbilanzüberschussposition die Auslandsverschuldung des Krisenlandes abgebaut werden kann, dürfte sich das Rating der Krisenländer und der Eurozone bzw. der EU dann mittelfristig verbessern. Die im August 2012 von Moody's avisierte Absenkung etwa der EU-Bonitätsnote sollte sich im Kontext einer Anpassungspolitik nach dem Muster der neuen Ankaufspolitik der EZB künftig vermeiden lassen. Da die neue Ankaufspolitik der EZB unter der Überschrift Outright Monetary Transactions (OMT) auf eine bevorzugte Gläubigerposition der EZB verzichtet, ist auch dies ein gutes Signal an den Kapitalmarkt, wo viele Akteure nach dem Griechenland-Haarschnitt zunächst die Befürchtung entwickelt hatten, dass EZB-Ankäufe das Ausfallrisiko für die privaten Investoren stets erhöhen könnten.

Ob das neue EZB-Anleihenankaufprogramm ein Erfolg wird bzw. zur Euro-Stabilisierung nachhaltig beitragen wird, hängt nicht nur davon ab, ob die EZB solch eine Politikoption auch realisiert und der Öffentlichkeit vernünftig kommuniziert. Vielmehr kommt es entscheidend bei den Krisenländern Spanien, Italien, Griechenland, Portugal etc. darauf an, dass die Reformpolitik der jeweiligen Regierung nachhaltig fortgesetzt wird. Wenn dies geschieht, wird die EZB wohl mit einer relativ umfassenden Ankaufspolitik am Markt präsent sein, andernfalls – oder wenn die EZB-Ziele erreicht sind – wird die EZB ihre Ankäufe einstellen.

Die EZB hat den Akteuren der nationalen Wirtschaftspolitik mit dem neuen Ankaufprogramm für Staatsanleihen – beschlossen offenbar gegen den Widerstand der Deutschen Bundesbank als einziger Nein-Stimme im Zentralbankrat – eine Brücke für vernünftige Reformpolitik gebaut. Wenn sich die Politik in Krisenländern dabei entscheiden sollte, die bisherige Reformpolitik zu verlangsamen oder notwendige Reformschritte überhaupt zu verweigern, dann wird die Eurozone schon bald vor neuen Problemen stehen. Alle großen Consulting-Firmen der Welt haben im Sommer 2012, nicht zuletzt wegen des langsamen und widersprüchlichen Euro-Gipfel-Krisenmanagements, begonnen, Szenarien für eine Doppelkrise Spanien & Italien oder überhaupt für einen Eurozerfall zu entwickeln. Da diese neuen Szenarien an die Großunternehmen weltweit gehen, droht hier eine negative Erwartungsdynamik, die krisenverschärfend wirken kann. Insofern war der September-Beschluss der EZB eine dringend notwendige Stabilisierungsmaßnahme. Die EZB ist handlungsfähig, beim Politikclub Eurozone bzw. EU weiß man das hingegen immer noch nicht wirklich. Es bleibt von daher von Seiten der Wirtschaftspolitik noch viel zu tun. Das Thema Euro-Staatsanleihen bleibt im Übrigen unverändert dringlich auf der Tagesordnung.

Ist die neue EZB-Ankaufspolitik gefährlich und ist sie notwendig? Notwendig ist sie in jedem Fall, denn die Politik der Euro-Gipfel hat bislang kaum Stabilisierung der Eurozone geliefert

und bei der nächsten drohenden Rating-Herabsetzung von Euro-Ländern – etwa wegen einer Ausbreitung der Euro-Rezession (die OECD hat am 6. September 2012 vor einer Rezession auch in Deutschland in der zweiten Jahreshälfte gewarnt), die bis Sommer 2012 vor allem auf die Südländer der Währungsunion beschränkt war – droht Spanien den Zugang zum Kapitalmarkt zu verlieren. Wenn Spanien unter den Rettungsschirm im Rahmen einer leichten Konditionalität geht – also mit Enhanced Conditions Credit Line -, dann werden die Kapitalmärkte möglicherweise nicht auch gleichzeitig Italien unter den Rettungsschirm zwingen. Sicher ist das nicht. Wenn beide Länder zugleich unter den Rettungsschirm gehen müssten, kommt die EZB in Schwierigkeiten, da bei einer Doppelkrise Abschreibungen auf Anleihen beider Länder zustande kommen könnten – das ist nur der Fall bei einem haircut wie er für Griechenland in 2011 beschlossen wurde. Wenn etwa die EZB für 200 Mrd. € Anleihen dieser Länder gekauft hätte, die 20% im Wert verlieren, muss das Eigenkapital der Bank aufgestockt werden – auch wenn die EZB einen Teil der Verluste vortragen kann. Wenn man das EZB-Kapital um 50 Mrd. € aufstockte, dann wären das für Deutschland 13,5 Mrd. € was weniger als 0,5% des jährlichen Bruttoinlandsproduktes ist. Dennoch wäre die öffentliche Auseinandersetzung um die EZB-Verluste sicherlich geeignet, zur politischen Radikalisierung beizutragen; eine Anti-Euro- bzw. Anti-EU-Partei könnte in diesem Kontext entstehen. Einen haircut für Krisenländer gilt es unbedingt zu vermeiden, die Reformpolitik muss also liefern.

Diese Überlegungen zeigen, dass eine wasserdichte Stabilisierungslösung der Eurozone vernünftigerweise doch baldigst auch Gemeinschaftsanleihen braucht, die aufgrund der Repräsentierung aller Euro-Länder bzw. jener, die in einer solchen Anleihe enthalten wären, als diversifiziertes Finanzprodukt gelten können; ganz im Unterschied zu Italien-Anleihen oder Spanien-Anleihen. Dabei kann die EZB selbst Euro-Gemeinschaftsanleihen emittieren – in mehreren Schritten, bis zu etwa 30% des Bruttoinlandsproduktes, wobei sich auf Basis solcher Anleihen auch der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik in der Eurozone wieder herstellen und das Banken- bzw. Zahlungssystem der Währungsunion stabilisieren lässt. Die Vorteile einer solchen Lösung sind eindeutig, wenn man davon ausgeht, dass die EZB mit den EZB-Eurobonds nationale Euro-Anleihen ankauft: Es ergibt sich dann ein sinkendes (Durchschnitts-)Zinsniveau in der Eurozone; die Banken wären wieder im Besitz von risikolosen Euro-Staatsanleihen, was die Kreditvergabe der Banken an die Wirtschaft erhöhen hilft bzw. zur Überwindung der Rezession in der Eurozone beiträgt. Zudem hätte die EZB eine echte Option für eine Politik der geldpolitischen Lockerung bzw. des Quantitative Easing, wie sie in den USA und Großbritannien zwischen 2008 und 2012 als Strategie zum Ankauf von Staatsanleihen realisiert worden ist.

Das neue EZB-Anleihenprogramm ist durchaus ein sinnvoller Stabilisierungsschritt. Aber es wird der Schritt hin zu Euro-Anleihen notwendig werden. Daher ist es wichtig, dass die Euro-Länder zügig Schritte hin zu einer Euro-Politikunion unternehmen. Deutschland und Frankreich sowie andere EU-Länder sollten die öffentliche Debatte hierzu anstoßen und um eine demokratische Mehrheit werben – Irland muss dabei vermutlich außen vorbleiben, bis die Abstimmungsregeln so geändert worden sind, dass nicht ein negatives Referendum in Irland das Projekt Eurozone zerstören kann; für sich selbst mögen die Iren per Referendum eigene Beschlüsse treffen, aber dass diese gewünschten Integrationsfortschritt aufhalten können (bisher der Fall), wäre undemokratisch. Die Eurokrise kann zügig überwunden werden und die EZB spielt eine große Rolle hierbei. Die verbreitete ordnungspolitische Selbstbespiegelung in der deutschen Debatte ist bei der Krisenbekämpfung hinderlich. Ordnungspolitik ist wichtig, aber eine Priorität der Politik erst nach Krisenüberwindung.