



AUTOR



Prof. Dr. Henning Vöpel

*Henning Vöpel ist Direktor und Mitglied der Geschäftsführung des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (HWWI). Er leitet den Forschungsbereich Konjunktur und Weltwirtschaft. Er ist außerdem Professor für Volkswirtschaftslehre an der HSBA Hamburg School of Business Administration. Seine Forschungsschwerpunkte sind Konjunkturanalyse, Geld- und Währungspolitik, Finanzmärkte und Sportökonomik.
Tel.: 040 - 34 05 76 - 200*

GELDPOLITIK

Die überforderte Geldpolitik: Droht das Ende der Euro-Rettungsstrategie?

Es mehren sich die Anzeichen, dass die bisherige Euro-Rettungsstrategie an ihre Grenzen stößt: an die Grenzen der Wirksamkeit, an die Grenzen der Legitimation und damit an die Grenzen der Glaubwürdigkeit. Die erneute Diskussion um einen Austritt Griechenlands, der verzweifelte Schritt der Schweizer Nationalbank und die bevorstehende US-Zinswende bringen die Euro-Rettungspolitik in arge Bedrängnis. Im Mittelpunkt des Ganzen: die Europäische Zentralbank (EZB). Die EZB soll im Alleingang den Euro retten und kämpft verzweifelt um den Innen- und Außenwert des Euro. Es wird immer deutlicher, dass die Geldpolitik überfordert ist und von der Politik überfordert wird.

Der Europäische Gerichtshof (EuGH) hat der EZB Rückendeckung für den massenhaften Ankauf von Anleihen („*Quantitative Easing*“) gegeben. Genau in diesem Moment gerät erneut ein Austritt Griechenlands aus dem Euro in die Diskussion. Nachdem sich in Griechenland mit dem Linksbündnis Syriza unter Alexis Tsipras Widerstand gegen die Reform- und Austeritätspolitik formiert hat, wurde von der Bundesregierung ein Ausschluss und ein Schuldenschnitt Griechenlands in Erwägung gezogen, weil sich die systemischen Risiken soweit reduziert hätten, dass die Folgen eines Austritts beherrschbar wären. Doch was als Befreiungsschlag gedacht war, erweist sich als Boomerang. Austerität oder Demokratie? – lautet das Dilemma, das nun die EZB hochfiziell und höchstrichterlich auflösen darf und soll. Doch damit hat sich die Euro-Rettungspolitik selbst in einen unheilvollen logischen Widerspruch verstrickt und sich selbst schachmatt gesetzt: Die EZB verletzt ihr Mandat und sichert (dadurch) die Demokratie.

Was fehlt, ist ein zweites Instrument, eine aktivere Rolle der Fiskalpolitik. EZB-Präsident Draghi hat auf die Notwendigkeit einer (fiskal-)politischen Union als Ergänzung

Die bisherige Euro-Rettungsstrategie verlangt eine Kurskorrektur.

zu einer Währungsunion in einem nicht-optimalen Währungsraum hingewiesen. Doch von einer echten institutionellen Lösung der Konstruktionsfehler des Euro sind wir weit entfernt. Bis dahin müssen Geld- und Fiskalpolitik besser miteinander angestimmt werden: Eine etwas weniger fest angezogene Schraube in der Fiskalpolitik würde es erlauben, die Wirksamkeit der schon seit längerer Zeit extrem lockeren Geldpolitik zu erhöhen. Mehr öffentliche Investitionen könnten die bislang trotz niedrigster Zinsen weiterhin schwache Kreditnachfrage im Euroraum stützen und zudem das Wachstumspotenzial und damit die Tragfähigkeit der Schulden erhöhen. Die unheilvolle Kombination aus Schuldenüberhang und Nullzinsgrenze blockiert derzeit die Überwindung der Krise. Nur ein optimierter *Policy Mix* aus Geld- und Fiskalpolitik kann helfen, die Eurozone aus der Stagnation zu befreien.

Was fehlt, ist ein zweites Instrument, eine aktivere Rolle der Fiskalpolitik. EZB-Präsident Draghi hat auf die Notwendigkeit einer (fiskal-)politischen Union als Ergänzung zu einer Währungsunion in einem nicht-optimalen Währungsraum hingewiesen. Doch von einer echten institutionellen Lösung der Konstruktionsfehler des Euro sind wir weit entfernt. Bis dahin müssen Geld- und Fiskalpolitik besser miteinander angestimmt werden: Eine etwas weniger fest angezogene Schraube in der Fiskalpolitik würde es erlauben, die Wirksamkeit der schon seit längerer Zeit extrem lockeren Geldpolitik zu erhöhen. Mehr öffentliche Investitionen könnten die bislang trotz niedrigster Zinsen weiterhin schwache Kreditnachfrage im Euroraum stützen und zudem das Wachstumspotenzial und damit die Tragfähigkeit der Schulden erhöhen. Die unheilvolle Kombination aus Schuldenüberhang und Nullzinsgrenze blockiert derzeit die Überwindung der Krise. Nur ein optimierter *Policy Mix* aus Geld- und Fiskalpolitik kann helfen, die Eurozone aus der Stagnation zu befreien.

Dazu kann auch ein Schuldenschnitt Griechenlands mit Verbleib in der Eurozone beitragen. Wenn es richtig ist, dass die systemischen Risiken sich reduziert haben, sodass die Ansteckungsgefahren beherrschbar sind, dann können endlich auch die Gläubiger an den Kosten der Krise beteiligt werden. Damit werden Spielräume für dringend benötigte Investitionen geschaffen. So paradox es klingen mag: Es ist möglich und auch sinnvoll, einerseits durch notwendige Reformen das strukturelle Defizit in den Krisenländern zu verringern und andererseits durch wachstumswirksame Investitionen die Schulden temporär zu erhöhen. Erst dadurch gelingt es, einen optimalen und insoweit stabilen Konsolidierungspfad zu beschreiten. Ein Schuldenschnitt Griechenlands außerhalb der Eurozone wäre für das Land dagegen fatal. Es wäre auf Jahre von den Kapitalmärkten abgeschnitten und auch eine drastische Abwertung der neuen griechischen Währung würde nicht zwingend helfen, das Schuldenproblem in den Griff zu bekommen. Wenn der Wert der Exporte um weniger steigt als der Wert der dann immens teurer werdenden Importe, kann die Auslandsverschuldung sogar zunehmen.

Die Niedrigzinsphase in der Eurozone könnte mit dem Schuldenschnitt schneller beendet werden.

Ein Schuldenschnitt Griechenlands innerhalb der Eurozone könnte zudem die Niedrigzinsphase in der Eurozone, die überdies zu vielfältigen Verwerfungen auf Finanz-, Vermögens- und Gütermärkten führt, schneller beenden. Die anhaltende Niedrigzinsphase ist der Versuch, die Kosten der Krise durch künstlich niedrige Zinsen zeitlich zu strecken, statt durch einen schnellen Schnitt die ohnehin erforderliche Marktberreinigung anzugehen. Nachdem ein Schuldenschnitt nun offenbar verkraftbar geworden ist, sollte man über eine Änderung der Euro-Rettungsstrategie nachdenken. Es könnte die EZB vor einem in seinen Folgen unkalkulierbaren Tabubruch bewahren und die Eurozone aus der Stagnationsfalle befreien.