

# „Es ist eine Art Glücksspiel“

Über die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) in Zeiten der Krise spricht ZEW-Ökonom

Prof. Dr. Friedrich Heinemann.

Lassen Sie uns eine Zeitreise ins Jahr 2009 machen. Die Weltwirtschaft stand kurz vor dem Zusammenbruch, die Geldpforten wurden weit geöffnet – durch eine sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik. Hätte es dazu eine Alternative gegeben?

**Prof. Dr. Friedrich Heinemann:** Angesichts dieser Krise gibt es kaum Gründe, die damalige Geld- und Fiskalpolitik zu kritisieren. Deutschland erlebte mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung von über fünf Prozent einen starken, konjunkturellen Einbruch. Daher haben auch die sonst sehr konservativen deutschen Ökonomen folgende Auffassung geteilt: Um die historisch einzigartige Rezession zu bekämpfen, war eine deutlich antizyklische Wirtschaftspolitik nötig. So haben sich die europäischen Staaten schnell auf eine expansive Fiskalpolitik geeinigt und große Ausgaben-Pakete auf den Weg gebracht. Die Europäische Zentralbank (EZB) beschloss, durch eine expansive Geldpolitik das ihre zu tun, und senkte massiv die Zinsen.

Wie hat die antizyklische Wirtschaftspolitik gewirkt?

**Heinemann:** Danach erlebten wir in der Euro-Zone eine schnelle Erholung; einige Instrumente haben hervorragend funktioniert, zum Beispiel die Maßnahmen zur Kurzarbeit. Die Europäer koordinierten in sinnvoller Weise ihre Politik. Ohne Absprachen besteht immer die Gefahr des Trittbrettfahrens: Große Staaten legen ein Ausgabe-Programm auf, und die kleinen Länder lehnen sich zurück, bis die Nachfrage über die Grenze schwappt. Zum „European Recovery Program“ hat aber jeder Staat etwas beigetragen, abhängig von seiner Wirtschaftsleistung. Auch der EZB ist im Jahr 2009 wenig vorzuwerfen. Sie betrieb eine traditionelle Geldpolitik: Zinsen senken

Richtung null Prozent, um die Wirtschaft anzukurbeln, was zunächst funktioniert hat.

Dafür haben die Staaten einen hohen Preis bezahlt – einen starken Anstieg der Staatsverschuldung.

**Heinemann:** Es gab Länder wie Italien, die hatten schon vor der Krise einen hohen Schuldenstand, der aber in der Finanzkrise nicht stark zugenommen hat. Bei anderen Ländern wie Irland ist die Staatsverschuldung hochgeschossen. Und: Länder wie Deutschland haben ihren Schuldenberg erhöht, allerdings nicht in einem katastrophalen Ausmaß.

Die Fehler der Fiskalpolitik werden in der Regel nicht in schlechten Jahren gemacht, sie entstehen in guten Jahren. Wenn es vernünftig läuft, sind Politiker und ihre Wähler weniger bereit, fiskalische Reserven aufzubauen. Europa hat gerade zwei gute Jahre erlebt, ohne solche Puffer zu schaffen. Keynes würde sich im Grabe herumdrehen, wenn er wüsste, was Politiker aus seiner antizyklischen Wirtschaftspolitik gemacht haben: neue Schulden in der Krise – aber keine Schuldentilgung im Aufschwung.

Zurück zu unserer Zeitreise: Sie sprachen von einem zweiten Schock in kurzer Folge. Was passierte da?

**Heinemann:** 2010 traf der nächste Schock Europa: Es kam zur Vertrauenskrise, ausgelöst durch die griechische Staatsverschuldung. Es war ein Erkenntnis-Schock: Griechenland musste zugeben, dass die Defizit-Angaben der Vorgänger-Regierung falsch, ja sogar gefälscht waren. Das Land befand sich auf einem Pfad der Verschuldung, der so nicht mehr gangbar war. Den Investoren

fiel es wie Schuppen von den Augen: Sogar ein Euro-Staat kann zahlungsunfähig werden! Darauf haben sie sich bei anderen Euro-Staaten gefragt: Kann da nicht dasselbe geschehen?

Im Fall Griechenland spielte Keynes keine Rolle. Wurde da nicht eine strikte Austeritätspolitik praktiziert?

**Heinemann:** Nein, das sehe ich anders: Der griechische Staat erhielt in einem sehr großen Umfang Kredite, um zum Beispiel weiter Gehälter und Pensionen auszahlen zu können. Das geschah zwar auf einem verminderten Niveau. Aber es war erst einmal ein massives Programm nötig, um Griechenland zu stabilisieren. Die Alternative: ein völliger Zahlungskollaps des griechischen Staates! Trotzdem wurde bei allen Auflagen berücksichtigt, dass sich die griechische Wirtschaft im Abschwung befunden hat. Die Maßnahmen wurden langsam umgesetzt.

Mit großen Folgen für die Bevölkerung, oder?

**Heinemann:** Es kam zu einer gewaltigen Korrektur des griechischen Lebensstandards, der künstlich aufgeblasen war. Durch große Kapitalzuflüsse hatte das Land gedacht, in einem Wohlstand leben zu können, den es nicht nachhaltig produziert hatte. Die Jahre vor der Krise waren gekennzeichnet durch ein erhebliches Leistungsbilanzdefizit: Griechenland hatte viel mehr Importe als Exporte und lebte somit über seine Verhältnisse.

Doch Ihre Frage ist richtig: Zu einem Fehler gehören oft zwei Parteien. Auf der einen Seite gibt es das Land, das Kapital von außen in Anspruch nimmt. Auf der anderen Seite die Kreditgeber, die das Geld

zur Verfügung stellen. Als der Euro eingeführt wurde, gab es eine euphorische Phase: Viele Investoren glaubten, Südeuropa würde jetzt schnell aufholen und reich werden. Das hat so nicht gestimmt, das war ein schmerzhafter Lerneffekt. Es gab aber in Griechenland keine blindwütige Austeritätspolitik. Es stellt sich immer die Frage: Wo wäre Griechenland gelandet, wenn die Europäer nicht geholfen hätten? Vielleicht auf dem Niveau eines Entwicklungslandes.

Nächste Station der Reise: 2012 gerät Spanien in die Krise – und EZB-Präsident Mario Draghi packt die berühmte Bazooka aus. Er droht, unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen. Die Finanzmärkte beruhigen sich wieder, und der spanische Staat bleibt liquide. War das gute Politik oder der Beginn des Sündenfalls?

**Heinemann:** Draghi sprach keine Drohung aus, sondern gab der Öffentlichkeit ein Versprechen: „Whatever it takes.“ Die EZB würde alles nur Erdenkliche unternehmen, um den Euro zu retten. Eine Aussage, die in ihrer Wirksamkeit künftig in alle makroökonomischen Lehrbücher Eingang finden wird. Denn: Im Sommer 2012 hat Draghi richtig gehandelt. Da lief eine sehr destruktive Entwicklung ab – eine „sich selbst erfüllende Prophezeiung“. Es drehte sich eine massive Panik-Spirale: Griechenland war zahlungsunfähig; Irland, Spanien, Portugal und Italien hätten als nächste Länder folgen können. Auch Belgien und sogar Österreich schienen damals schon unsichere Kandidaten zu werden. Bis in die Mitte von Europa begannen die Zinsen in die Höhe zu schießen. Wenn die Zweifel an einer Anleihe zunehmen, fällt der Kurs, wodurch rein rechnerisch die Rendite nach oben gehen muss. Dieser Prozess eskalierte stark im Sommer 2012.

Draghis Rede beruhigte die Märkte?

**Heinemann:** Das Eingreifen der EZB war die letzte verbliebene Notlösung. Draghi handelte damals verantwortungsvoll, als er verkündete: Wir stehen für den unbegrenzten Kauf von Staatsanleihen bereit. Dabei war faszinierend, dass es völlig gereicht hat, ein Programm zum Ankauf von Staatsanleihen anzukündigen, ohne dieses Programm auszuführen. Auf Grundlage dieses Programms (OMT) hat die EZB bis heute keinen Euro ausgegeben, trotzdem war Draghi sehr erfolgreich, als er diese Krise einzudämmen hatte. 2015 wurde dann ein anderes Kaufprogramm für Staatsanleihen aufgelegt – und tatsächlich in die Tat umgesetzt. ▶▶

► Parallel dazu senkte die EZB ihre Zinsen auf null, und das dauert jetzt schon Jahre. Wie schätzen Sie heute diese Zinspolitik ein?

**Heinemann:** Es gab in Europa eine Doppelkrise: In der Weltfinanzkrise war es völlig richtig, die Zinsen stark zu senken. Dann hatte die EZB gerade angesetzt, die Zinsen zu erhöhen, es gab erste Zinsschritte nach oben. Dann kam die Vertrauenskrise um die Schulden hinzu, unter anderem in Griechenland – und die Zentralbank musste die Zinsen wieder senken. Das große Problem: Die zwei Krisen kamen zu schnell nacheinander; die EZB konnte dazwischen die Zinsen nicht mehr entscheidend erhöhen.



**Wirklich weise?** Hoch verschuldete Länder wie Griechenland profitierten besonders, weil die EZB überproportional viele Anleihen dieser Länder aufkaufte. Bild: vieraugen/stock.adobe.com

**Bleibt die Frage: Hat sich die Zentralbank in den folgenden Jahren klug verhalten?**

**Heinemann:** Die Griechenland-Krise folgte direkt nach der Weltfinanzkrise. Da hatte die EZB ihr zinspolitisches Pulver schon verschossen. Damals hätte man fordern können, die EZB solle ihre Zinsen noch weiter in den negativen Bereich senken. Dabei wäre sie aber an Grenzen gestoßen, weil bei zu stark negativen Zinsen die Haltung von Bargeld attraktiv wird – denn die Rendite von Bargeld liegt immer bei null, und damit über einem Negativzins! Vor diesem Hintergrund begann die EZB, im großen Stil Wertpapiere zu kaufen – was schon andere große Zentralbanken wie die „Federal Reserve“ (Fed) getan hatten.

**Auf diese Weise wurde die Versorgung mit Liquidität deutlich erhöht. Mit welchen Folgen?**

**Heinemann:** Die normale Zinspolitik betrifft nur die kurzfristigen Zinsen. Mit dem Kauf langlaufender Staatsanleihen beeinflusst die Zentralbank aber das langfristige

Zinsniveau. Kauft sie zehnjährige Staatsanleihen, sinken die Zinsen in der langen Frist.

Ein weiterer Aspekt: Risikoaverse Sparer finden Staatsanleihen attraktiv, weil sie eine Rendite bei überschaubarem Risiko bieten. Das Kaufprogramm der EZB hat aber die Zinsen stark fallen lassen, weshalb sich Sparer überlegen: Soll ich nicht doch eine Aktie kaufen? Genau das ist gewollt: Das Geld wird umgelenkt, von den Staatsanleihen in die reale Wirtschaft.

**Trotzdem ist auch von einer „indirekten Staatsfinanzierung“ die Rede, weil sich die Euro-Staaten günstiger verschulden können als bei normalen Marktbedingungen.**

**Heinemann:** Das ist die große Debatte, die um unbeabsichtigte Nebeneffekte dieser Geldpolitik zu führen ist. Es ist wie bei einem Beipackzettel von Medikamenten: Die Nebenwirkungen sind auch auf dem Paket der Anleihekäufe verzeichnet: „Vorsicht, eine zu hohe Dosis führt zur dauerhaften Staatsfinanzierung“.

An dieser Frage entzündet sich meine Kritik: Ich kritisiere nicht, dass dieses Programm 2015 aufgelegt wurde. Mir geht es vielmehr um die Höhe und Dauer, mit der die EZB Staatsanleihen gekauft hat. Und um die Frage, wie diese Käufe auf die verschiedenen Länder verteilt waren. Da wird deutlich: Die Euro-Staaten profitierten wegen der niedrigen Zinsen erheblich von der EZB-Politik. Seit 2015 hat sie Anleihen in einem Umfang gekauft, der mehr als ausreichend war, alle Defizite der Euro-Staaten zu finanzieren. Noch dazu profitieren hoch verschuldete Länder besonders, weil die EZB überproportional viele Anleihen dieser Länder aufkauft.

**Wird in Europa weniger gespart?**

**Heinemann:** Die Folge sind Fehlanreize: Obwohl Staaten sparen und Schulden reduzieren sollen, setzt sie der Markt nicht mehr unter Druck. Die Investoren hätten schon längst höhere Zinsen verlangt. Aber: Die EZB hält durch ihre Nachfrage die Zinsen niedrig, nicht nur für Deutschland oder Frankreich, sondern auch für die südeuropäischen Länder. Damit sinkt der Anreiz, echte Konsolidierungspolitik zu betreiben. Es ist eine Art Glücksspiel: Wenn sich die Wirtschaft ausreichend schnell erholt, stellt die Zentralbank die Käufe ein. Wenn es aber schlecht läuft, könnte es zu einem Szenario kommen, in dem eine nationale Regierung sich von der EZB zwar finanzieren lässt, ohne aber die notwendigen Reformen einzuleiten. Dann kann die Zwangslage entstehen, dass die EZB ein solches Land durchfinanzieren muss. Man könnte es heute das „italienische Szenario“ nennen.

Interview: Ingo Leipner

### Zur Person



Bild: hf

Prof. Dr. Friedrich Heinemann ist Leiter des Forschungsbereichs „Unternehmensbesteuerung und Öffentliche Finanzwirtschaft“ am Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim und außerplanmäßiger Professor für Volkswirtschaftslehre an der Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg.

Er hat Volkswirtschaftslehre und Geschichte an der Universität Münster, der London School of Economics und der Universität Mannheim studiert. Heinemann wurde an der Universität Mannheim zum Dr. rer. pol. mit einer Dissertation über „Die Finanzver-

fassung und Kompetenzausstattung der Europäischen Union nach Maastricht“ promoviert. 2010 wurde er an der Universität Heidelberg habilitiert.

Heinemann ist Vorstandsmitglied des Arbeitskreises Europäische Integration, Berlin, und Mitglied des Kuratoriums des Instituts für Europäische Politik (IEP), Berlin. Seine Forschungsinteressen gelten der empirischen Finanzwissenschaft und insbesondere Fragen der europäischen Integration, des Föderalismus sowie der Steuer- und Fiskalpolitik.

### VOLKSBANK-TOCHTER |

# Auf Wachstumskurs

Nach zwei Jahren am Markt fällt das Resümee positiv aus: Die Heidelberger Vermögen hat sich etabliert und will sich 2019 weiter vergrößern.

**M**it der Gründung eines eigenständigen Unternehmens habe man sich für einen außergewöhnlichen Weg entschieden, sagt Stefan Baumann. „Wir vereinen unabhängige und unternehmerische Beratung mit genossenschaftlichen Wurzeln. Nach zwei Jahren kann ich sagen: Das war eine sehr gute Entscheidung“, führt das Mitglied des Vorstandes der Heidelberger Volksbank eG aus. „Aber wir sind noch lange nicht dort, wo wir hin wollen.“

Im Dezember 2016 erhielten die Verantwortlichen die Erlaubniserteilung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Seitdem konnten die Berater der Heidelberger Vermögensmanagement GmbH (kurz: Heidelberger Vermögen) sowohl die Kundenanzahl als

auch das Assetvolumen sukzessive erhöhen. Mittlerweile haben sie rund 140 Kunden – Tendenz steigend. Das betreute Vermögen bewegt sich nach Firmenangaben im neunstelligen Bereich.

Einen großen Teil zu dem Erfolg trügen auch der Standort Heidelberg und die Metropolregion Rhein-Neckar bei, ist Geschäftsführer Daniel Kolb überzeugt. Hier seien nicht nur viele namhafte Unternehmen beheimatet, auch die Infrastruktur sei für viele Privat- und Firmenkunden attraktiv. „Außerdem haben wir uns für Heidelberg entschieden, weil wir die Neckarstadt und die Region bestens kennen und wissen, dass es hier einen deutlichen Bedarf an unabhängiger Vermögensbetreuung gibt.“ Gleichzeitig ist Kolb zufolge das Marktumfeld „sehr he-

erausfordernd“ gewesen. „Die Märkte haben sich volatil bewegt und das Zinsniveau ist weiterhin sehr niedrig beziehungsweise negativ“, erläutert der Geschäftsführer. Die Kunden fragten deshalb aktuell insbesondere Finanzierungen an.

Generell nehmen die Heidelberger Berater einen Trend wahr: Immer mehr Kunden verlassen Großbanken und suchen unabhängige Vermögensverwalter auf. Von dieser Entwicklung profitiere Heidelberger Vermögen in zweierlei Hinsicht: „Wir gewinnen dadurch nicht nur neue Kunden, sondern wachsen auch“, sagt Kolb. Deshalb stehe im ersten Quartal des neuen Jahres – insbesondere im Vertrieb – die Mitarbeitersuche ganz oben auf der Agenda. red

**Creditreform**

ICH BIN EINE REFORMERIN

**Flexible Zahlarten für unsere Onlinekunden und weniger Ausfallrisiken für uns.**

www.creditreform-mannheim.de | www.creditreform-heidelberg.de  
www.creditreform-ludwigshafen.de | www.creditreform-speyer.de