



**Finanzgruppe**

Deutscher Sparkassen- und Giroverband

**- Es gilt das gesprochene Worte -**

Rede

des Präsidenten des

Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes

**Georg Fahrenschon**

anlässlich des Magdeburger Finanzmarktdialoges

„15 Jahre EZB“ zum Thema

„Die EZB-Politik aus Sicht der Sparkassen-Finanzgruppe“

am 17. Juni 2013 in Magdeburg

Anrede

Lassen Sie mich, bevor ich mich dem eigentlichen Thema zuwende, dieser Stadt und diesem Land, Herr Ministerpräsident, meinen allergrößten Respekt dafür ausdrücken, wie und vor allem mit welcher großen Gemeinsamkeit die Jahrtausendflut (fast) bewältigt worden ist. Es sind enorme Schäden entstanden – das wissen wir alle. Sie zu beheben und den Betroffenen zu helfen, wird eine sehr große Anstrengung der gesamten deutschen Bevölkerung erfordern.

Die Verständigung von Bund und Ländern über ein entsprechendes Programm in der letzten Woche war ein wichtiger Schritt. Noch wichtiger scheint mir aber, dass wir für die noch notwendigen folgenden Schritte aufbauen können auf einer seit Jahren so nicht mehr gesehenen Gemeinschaft und Mitmenschlichkeit in unserer Bevölkerung. Das Ereignis ist schlimm, die Reaktion darauf ist aber großartig. Man kann stolz darauf sein, in einem Land mit einer solchen Bevölkerung zu leben.

Seien Sie versichert, dass auch wir als deutsche Sparkassen alles tun werden, um unseren Kunden, aber auch den selbst betroffenen Schwesterinstituten zu helfen – durch Sonderkreditprogramme, durch Aussetzen von Tilgungen und Zinsen und nicht zuletzt durch ganz praktisches Anpacken.

I.

Nun zum eigentlichen Thema heute: Seit 15 Jahren repräsentiert die EZB als Institution den Euro. Sie signalisierte damals den Aufbruch in eine neue Phase der europäischen Integration. Zugleich stand sie aber auch in der Tradition der Deutschen Bundesbank – das betrifft vor allem ihre Unabhängigkeit und ihre zentrale Aufgabe, die Geldwertstabilität zu gewährleisten.

Wim Duisenberg, der erste EZB-Präsident, hat 2001 in einer Rede<sup>1</sup> unmissverständlich festgehalten, dass die EZB nach ihrem Mandat ausschließlich für die Geldpolitik und nicht für andere politische Ziele, gar für Fiskalpolitik zuständig sei. Nur so seien angemessene Anreize für politisches Handeln und echte Verantwortlichkeit gewährleistet.

---

<sup>1</sup> Festrede zur Verleihung des Preises des Europäischen Bundes der Steuerzahler, Brüssel, 12. Dezember 2001

Heute ist die EZB in ein vieldimensionales System aus widerstreitenden Interessen, Zielen und Restriktionen eingebunden. Sie sieht sich sogar gezwungen, durch eigene Handlungen Voraussetzungen zu schaffen, um ihre Geldpolitik wirksam werden zu lassen.

Es gibt dabei einen vielfältigen Widerstreit unterschiedlicher Interessen:

- Norden versus Süden;
- Solidarität versus Selbstverantwortung;
- Erhalt der Währungsunion versus Einhaltung des Mandats;
- kurzfristige Krisenbekämpfung versus Erhalt langfristiger Stabilitätsgrundlagen;
- makroökonomische versus mikroökonomische Erfordernisse.

Diese Gegensatzpaare sind nur schwer aufzulösen. Es besteht die Gefahr, sich in diesem Dickicht zu verirren und die EZB mit Aufgaben zu belasten,

- für die sie nicht gegründet worden ist,
- für die ihr Mandat nicht ausreicht
- und für die sie wahrscheinlich auch nicht geeignet ist.

Lassen Sie mich die Zielkonflikte etwas genauer beleuchten:

### **Erstens: Unterschiedliche Erfordernisse des Südens und des Nordens**

Dass einzelne Regionen innerhalb einer Währungsunion unterschiedliche Positionen innerhalb des Konjunkturzyklus einnehmen können und von asymmetrischen Schocks getroffen werden können, dessen war man sich bereits beim Start der Währungsunion bewusst. Überrascht waren die meisten allerdings, wie sehr sich die Verhältnisse in den einzelnen Ländern auseinanderentwickelt haben. Offensichtlich hat dies auch damit zu tun, dass die Segnungen niedriger, fast einheitlicher Zinsniveaus von manchen Euroländern nicht als Anreiz zur Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit, sondern als Spielraum für höhere Verschuldungen und Wohlstandsverbesserungen genutzt worden sind, die nicht durch Produktivitätsfortschritte gedeckt waren.

Die dadurch entstandenen Ungleichgewichte entladen sich jetzt in einer Krise. Der „Süden“ – als ein Synonym für die Krisenländer – befindet sich seit Jahren in einer hartnäckigen Rezession. Am offenkundigsten ist dies in Griechenland (mittlerweile sechs Jahre Rezession) und Zypern, das wohl erst am Anfang des Prozesses steht. Aber auch Spanien und Italien befinden sich immerhin im zweiten, Portugal im dritten Jahr einer Rezession. Für diese Länder

ist eine Niedrigstzinspolitik durchaus angemessen. Dort schrumpfen Kredit- und Einkommenskreisläufe.

Auch in Deutschland werden wir durch die Schwäche der Handelspartner und durch die Verunsicherung des weiteren Krisenfortgangs erheblich gebremst. Dennoch befinden wir uns in vollkommen anderen konjunkturellen Situation: Konsum, Arbeitsmarkt, Lohnentwicklung, Kreditvergabe erweisen sich allesamt als äußerst robust. Wir brauchen keine Niedrig- oder gar Nullzinsen. Im Gegenteil: Für uns und unsere Wirtschaft sind Nullzinsen gefährlich, weil sie Investitionen falsch (zu billig) bepreisen, Fremdkapital gegenüber Eigenkapital zu billig machen und Anreize zur Vermögensvorsorge und zum Sparen nehmen.

Natürlich kann es in einer Währungsunion nur einen einheitlichen Leitzins geben. Die EZB muss aber die Zweischneidigkeit ihres Instruments im Blick halten, sonst zerstört sie an der einen Stelle mehr, als sie anderswo bewirken kann.

### **Zweitens: Solidarität versus Selbstverantwortung**

Ob es uns gefällt oder nicht – die Währungsunion ist längst zu einer Schicksalsgemeinschaft geworden. Weil es den Eurostaaten und den anderen Institutionen Europas selbst an Handlungskraft gefehlt hat, musste die EZB in die Bresche springen. Tatsächlich musste sie mehr als einmal handeln, was meist mit der Übernahme von Risiken verbunden war.

Ich meine nicht nur politische und makroökonomische Risiken, die immer systembedingt mit der Geldpolitik einhergehen. Ich meine zusätzliche, ganz handfeste „Ausfallrisiken“: Das galt für den Ankauf von Covered Bonds und von Staatsanleihen ebenso wie die Tenderoperationen, für die die Anforderungen an Sicherheiten massiv abgesenkt wurden.

Natürlich kann eine Notenbank in eigener Währung niemals zahlungsunfähig werden. Das bedeutet aber nicht, dass die sie tragenden Staaten, ihre Bürger als Steuerzahler und Sparer in gleicher Weise geschützt wären.

Deshalb muss sich die EZB den Hinweis gefallen lassen, dass sie nicht als Instrument der Solidarität gegründet wurde, sondern als Instrument der Stabilität. Ihre Aufgabe ist es nicht, Fiskalpolitik zu entlasten oder gar Umverteilungen in Europa zu organisieren – nicht zwischen Staaten und übrigens auch nicht zwischen Banken.

Damit bin ich beim dritten Punkt:

### **Erhalt der Währungsunion versus Einhaltung des Mandats**

Die EZB macht zuletzt gegen Kritik immer häufiger geltend, Voraussetzung für ihre Geldpolitik sei der Bestand der zugrundeliegenden Währung und das müsse sie sicherstellen. Tatsächlich ist ein Auseinanderbrechen der Währungsunion das Extremszenario dieser Krise. Vor allem in der heißen Phase im Sommer 2012 war dies nicht völlig von der Hand zu weisen. Der Ziel, die Währungsunion zu erhalten, ist aus der Perspektive der EZB einleuchtend: Sie ist als Institution an den Fortbestand des Euro gekoppelt.

Aber darf die EZB – Zitat – „alles Notwendige tun, um die Währungsunion zu erhalten“? Darf sie diesen Überlebenskampf um jeden Preis führen? Ist sie dafür mandatiert und vor allem legitimiert? „Alles Notwendige“ bedeutet, im Zweifel zu Lasten von Mitgliedsstaaten erhebliche Verlustrisiken einzugehen. Es bedeutet, eine politische Güterabwägung vorzunehmen, welchem Ziel welche nationalen Finanzmittel zugeordnet werden.

Nun kann die EZB sicher für sich in Anspruch nehmen, die einzige handlungsfähige europäische Institution in der Krise gewesen zu sein. Für ihr Handeln spricht auch, dass sie tatsächlich zu einer Beruhigung der Finanzmärkte beigetragen und vermutlich erhebliche ökonomische Verwerfungen verhindert hat.

Als Ökonom habe ich für solche wirtschaftlich-praktischen Argumente durchaus Sympathie. Aber auch Ökonomen können sich nicht außerhalb eines geltenden Rechtsrahmens bewegen – nicht einmal in Krisenzeiten. Handeln zu müssen, handeln zu können, ohne rechtlich handeln zu dürfen – das ist sicher eine der schwierigsten Herausforderungen. Aber demokratische Prinzipien – Gewaltenteilung zwischen Exekutive und Legislative, Budgetrecht der Parlamente, demokratische Legitimation zum Handeln – das ist die andere Seite der Waagschale.

Für das Bundesverfassungsgericht wird die Abwägung zwischen drohenden Schäden und demokratischen Prinzipien nicht einfach sein. Aber man wird dabei wohl nicht übersehen können, dass die EZB aus gutem Grund unabhängig ist. Aber genau wegen dieser Unabhängigkeit muss sie sich auf Geldpolitik beschränken und sollte nicht Entscheidungen treffen, die politisch abzuwägen und demokratisch zu legitimieren sind.

### **Viertens: Kurzfristige Krisenbekämpfung versus Erhalt langfristiger Grundlagen**

Die akute Krisenintervention erfordert ein ganz anderes Handeln als die langfristigen Ziele, etwa die dauerhafte Geldwertstabilität. In Teilen stehen sie sogar im Widerspruch zueinander.

Die Voraussetzungen des Handelns sind dabei klar definiert:

- „kein Bail-out“,
- „strikte Trennung von Geldpolitik und Finanzpolitik“,
- „Unabhängigkeit von politischer Einflussnahme“.

Diese Leitlinien der Währungsunion sind in der Krise beschädigt worden:

- Natürlich stehen wir uns gegenseitig bei, es gibt einen Bail-Out – es muss ihn auch geben, wenn auch wohl nicht in der heutigen Form.
- Natürlich erleichtert die EZB Staaten die Refinanzierung von Staatsschulden. Das Agieren auf dem Sekundärmarkt ändert an dieser prinzipiellen Problematik nichts.
- Und natürlich ist man nicht mehr von politischer Einflussnahme unabhängig, wenn man auf einem erheblichen Volumen von Staatsanleihen sitzt und eigene Entscheidungen etwa mit solchen des ESM verknüpft.

Das alles mag praktisch geboten sein. Aber es widerspricht eben den Regeln, die Versprechen an Bevölkerungen der Euro-Staaten darstellen. Dieses Auseinanderfallen von praktischen Notwendigkeiten und gegebenen Versprechen kostet Vertrauen. Es wird sehr lange dauern, dieses wieder aufzubauen. Auch deshalb dürfen die in der Krise notwendigen Ad-hoc-Maßnahmen nicht zu Dauerinstrumenten werden.

### **Fünftens: Makroökonomische versus mikroökonomische Erfordernisse**

Geldpolitik ist zuvorderst eine „Makro“-Aufgabe. Mit ihr lassen sich nur gesamtwirtschaftliche Aggregate steuern: Kredite, Geldmengen, Gütermarktnachfrage. Maßgeblicher Hebel ist dabei die Beeinflussung des Zinsniveaus. Doch der Zins entsteht nicht in der Notenbank allein. Er ist auch ein realwirtschaftliches Phänomen, sein „Preis“ wird beeinflusst von Angebot und Nachfrage. Der Zins schafft so einen Ausgleich zwischen Sparen und Investieren. Sind diese nicht im Gleichgewicht, gibt es Anpassungsrezessionen bzw. Überhitzungsbooms.

Wählt die Notenbank einen falschen Leitzins ohne Rücksicht auf die realwirtschaftlichen Knappheitsverhältnisse, dann gibt es zwangsläufig entweder Inflation oder Deflation.

Gemessen allein an der Preisniveaumentwicklung hat die EZB einen guten Job gemacht. Die EZB hat die eskalierende Krisenserie mit sinkenden Zinsen begleitet. Dafür sprach und spricht aus Makro-Sicht sehr viel. Doch die Verunsicherung durch die Krise sorgt dafür, dass wenig investiert wird.

Wie vor der Krise steht in Deutschland ein großer Ersparnisüberschuss bereit, der auch per Kapitalexport – in die Länder Europas oder außerhalb – in Investitionen gekleidet werden kann. Doch die dortigen Kreditnehmer müssen jetzt selbst mehr sparen! Das Geld fließt eben nicht mehr so reibungslos in amerikanische Subprime-Kredite, spanische Immobilien oder via Staatsschulden in das griechische Sozialsystem!

Der alte Kreislauf hat ein Ende gefunden. Und im Moment läuft noch die Suche nach einem neuen Gleichgewicht des Zinses. Wenn die anderen nun auch de-leveragen, sparen und konsolidieren, gibt es eine relative Ersparnisschwemme. Das neue Gleichgewicht muss deshalb zwangsläufig bei niedrigeren Zinsen liegen. Soweit liegt die EZB nicht falsch.

Doch es gibt auch eine Mikro-Sicht.

- Der veränderte Preis, der günstigere Zins verändert das Kalkül der Sparer, Investoren und Staaten.
- Notwendige Konsolidierungsanstrengungen werden gestreckt. Es werden unter Umständen Investitionen getätigt, die sich alsbald als Ruinen erweisen könnten.
- Altersvorsorge, konservative Anleger wie Versicherungen, Pensionsfonds und Kreditinstitute, die ihre Marge verdienen müssen, kommen unter Druck.
- Unter Umständen entstehen sogar neue Blasen.

In jedem Fall ist festzuhalten, dass sich durch Niedrigstzinsen europäische Staaten zu Lasten von Millionen Sparerinnen und Sparer und unter Inkaufnahme neuer Risiken entschulden. Es findet eine Umverteilung von Schuldnern zu Gläubigern statt – in kleinen, fast unbemerkten Schritten, aber bei längerem Andauern doch mit ungeheurer Wucht.

### **Krise ist noch nicht vorbei**

Aktuell befinden wir uns noch immer im Krisenmodus:

- Anfang Mai haben wir nochmals eine Zinssenkung erlebt. Sie weist für sich genommen noch auf einen expansiveren Kurs. Nach unserer Beobachtung schlägt sich dies aber nicht

in verbesserten Finanzierungsbedingungen etwa für mittelständische Unternehmen in den Krisenländern nieder.

- Und es werden jetzt sogar Ausweitungen des Sonderinstrumentariums diskutiert. Negativzinsen für die Einlagenfazilität wären technisch zwar vorstellbar. Doch was Strafzinsen für die Wahrnehmung von Geld, Sparen, Bargeldhaltung etc. bedeuten, sollten wir besser nicht austesten.
- Und ein Ankauf von verbrieften Wirtschaftskrediten wäre nicht nur eine Preisverzerrung und Strukturintervention. Die Notenbank würde damit weiter in Niederungen von Zielkonflikten hineingesogen. Auch davon raten wir dringend ab.

Ich bin auch heilfroh, dass bisher unter den angekündigten OMTs (Outright Monetary Transactions) nicht tatsächlich Staatsanleihen gekauft werden mussten. Hoffentlich dauert der graduelle Besserungstrend an, damit diese gewagte Aussage der EZB nicht doch noch hinterfragt wird.

### **Aufgaben der Politik**

Ich habe betont, welche Maßnahmen die Notenbank nicht wählen sollte und für eine klare Aufgabenteilung zwischen Geldpolitik auf der einen und Fiskal- und Wirtschaftspolitik auf der anderen Seite plädiert. Das erfordert es, zumindest in wenigen Strichlinien zu skizzieren, welche Aufgaben die Politik jetzt wahrnehmen muss, um die Notenbank aus ihrem Dilemma von Notwendigkeit und Mandat zu befreien. Mit ihren Maßnahmen kann die EZB die Krisenursachen nicht beseitigen. Sie kann nur unterstützen, Symptome lindern und Zeit gewinnen – unter Inkaufnahme der beschriebenen Nebenwirkungen. Die Staaten stehen deshalb in der Verantwortung, die gewonnenen Spielräume auch zu nutzen.

Ich möchte zwei Aspekte dabei hervorheben:

Die Auflagen an die Krisenländer werden zumeist als „Sparauflagen“ verstanden. Sparen ist sicher auch notwendig. Denn tatsächlich ist das Problem dieser Länder ja gar nicht ein zu hoher Zins, sondern eine zu hohe Verschuldung, auf die dieser Zins entrichtet werden muss.

Die Auflagen dürfen sich aber nicht nur im Sparen erschöpfen, sondern sie müssen Strukturreformen hin zu mehr Wettbewerbsfähigkeit bezwecken. Und in einigen Fällen, etwa im griechischen Steuersystem, müssen mit ihrer Hilfe erst einmal die Voraussetzungen für



eine geordnete Finanz- und Wirtschaftspolitik geschaffen werden. Es geht also nicht um Austerität, sondern um ein Fitnessprogramm für die Zukunft. Abnehmen gehört dazu, aber auch Muskelaufbau.

Die zweite wichtige Maßnahme ist aus meiner Sicht, für die Krisenländer Anreize zu schaffen, die Staatsschulden wirklich abzubauen und sich wieder der Maastricht-Marke von 60 % zu nähern. Weder Zinsverbilligungen noch eine Vergemeinschaftung von Schulden über Eurobonds sind dabei sinnvolle Lösungen. Denn weder zu niedrige Preise für zu hohe Schulden, noch eine Erleichterung der Schuldenaufnahme durch Mithaftung anderer stellen einen Anreiz zum Schuldenabbau dar. Unsere Solidarität darf nicht der Erleichterung der Schuldenfinanzierung oder der Aufnahme neuer Schulden dienen, sondern muss als Anreiz für Abbau zu hoher Altschulden eingesetzt werden.

Dazu scheint mir der bereits vom Sachverständigenrat vorgeschlagene Altschuldentilgungsfonds sinnvoll. Wir sollten den ursprünglichen Vorschlag etwas modifizieren:

- Die gemeinsame Refinanzierung von Altschulden sollte nur in Tranchen erfolgen, die vollständig abgesichert und in jeweils fünf Jahren getilgt werden könne.
- Jedes teilnehmende Land muss im Innenverhältnis jeweils den auf ihn entfallenden Anteil tilgen.
- Wer seine Verpflichtungen nicht erfüllt, darf in der nächsten 5-Jahres-Tranche nicht teilnehmen.

Auf diese Weise könnten die Altschulden auf Dauer und verbindlich bis zur 60 %-Marke abgebaut werden. Im Falle Italiens wäre dies etwa in 38 Jahren möglich. In einem solchen Modell würden wir unsere gute Bonität solidarisch und unter Inkaufnahme eigener schlechterer Finanzierungsbedingungen einsetzen, um wieder zum Konzept einer Stabilitätsgemeinschaft zurückzukehren. Das scheint mir vorzugswürdiger, als die EZB auf Dauer mit allen beschriebenen Problemen in der Rolle des Akut-Krisenbekämpfers zu belassen und damit auf Sicht alle rechtlichen und institutionellen Grundlagen der Währungsunion zu beschädigen. Mit Feuerlöschern allein kann man auf Dauer keinen wirksamen Brandschutz betreiben!

Herzlichen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!