DeuBa-Chefvolkswirt zur Euro-Schuldenkrise

Description

Dr. Thomas Mayer, Chefvolkswirt der Deutsche Bank Gruppe und Leiter von Deutsche Bank Research, im Interview zum Thema "europäische Schuldenkrise".

Wie ist der Wandel weg von der in früheren Jahren üblichen hohen Schuldentoleranz der Märkte hin zu einer hohen Schuldenintoleranz zu erklären?
Die hohe Schuldentoleranz der Vergangenheit beruhte auf einer Fehleinschätzung der Kreditrisiken. Im Privatsektor dachte man, man könne die Risiken genau berechnen und verließ sich dabei auf Modelle, die von vollständiger Rationalität der Wirtschaftsteilnehmer und Effizienz der Märkte ausgingen. Da diese beiden Annahmen nicht immer erfüllt sind, lieferten diese Modelle fehlerhafte Risikomesswerte. Im Euroraum ging man davon aus, dass ein Land nicht Bankrott gehen könne und übersah dabei, dass die Bereitschaft zur gegenseitigen Haftung sehr begrenzt ist. Hätte man den Artikel 125 der EU-Verträge, das Verbot von „bail-outs“, ernst genommen, wäre man bei der Kreditvergabe an Länder im Euroraum vorsichtiger gewesen.

Sie schlagen vor, dass die EZB zu einem festgelegten Höchstzinssatz (italienische) Staatsanleihen aufkaufen soll – notfalls in unbegrenztem Umfang. Was versprechen Sie sich davon?
Die Regierungen Monti (Italien) und Rajoy (Spanien) scheinen entschlossen, die Staatsfinanzen zu sanieren und die Wirtschaftspolitik zu reformieren. Dies wird ihnen aber nur gelingen, wenn die monetären Bedingungen in ihren Ländern nicht so restriktiv sind, dass die Wirtschaft erdrückt wird. Sollen die monetären Bedingungen in diesen Ländern gelockert werden, so reicht es nicht, den Refi-Satz zu senken. Die Kapitalmarktzinsen müssen auch herunter kommen, und dazu sollte die EZB den Zins auf Staatsanleihen durch Marktinterventionen nach oben begrenzen.

Würde damit die EZB nicht ihr höchstes Gut, die Unabhängigkeit, verspielen?
Nein. Es geht ja nicht um die Finanzierung maroder Staatshaushalte, sondern um die Herstellung von monetären Bedingungen, welche die Sanierung der Staatshaushalte erst ermöglichen.

Mit der früheren Politik der Bundesbank hätte dies zumindest nichts mehr zu tun. Wie könnte die Politik in Deutschland der Bevölkerung ein solches Vorgehen vermitteln?
In Deutschland neigt man dazu, den Ordnungsrahmen für die Wirtschaft festzulegen und jede Maßnahme, die diesem Rahmen nicht entspricht, aber vorübergehend notwendig ist, um ihn zu erreichen, abzulehnen. Die Volkswirte nennen das „dynamische Inkonsistenz“. Um diese Inkonsistenz zu vermeiden, sollte man darauf bestehen, dass sich die EZB im angestrebten Endzustand dem Kauf von Staatsanleihen im Sekundärmarkt enthält, aber auch zulassen, dass sie zur Erleichterung der monetären Bedingungen dort vorübergehend eingreift. Mit anderen Worten, die EZB soll den Reformprogrammen die Anschubfinanzierung sichern, aber keine Dauerfinanzierung betreiben.

Welchen Einfluss hätte ein derartiges Eingreifen der EZB auf die Inflationsrate im Euroraum?
Keinen, solange die EZB nur Anschubfinanzierung betreibt.

Eurobonds – also eine gesamtschuldnerische Haftung aller Euroländer für ihre Staatsverschuldung – werden als weitere Lösung für das Vertrauensdefizit der Kapitalmärkte angeführt. Was halten Sie von dieser Option?
Wenn Eurobonds am Anfang der Anpassung stehen, machen sie diese überflüssig und bereiten den Weg zur Transferunion. Stehen sie dagegen am Ende der Anpassungsprozesse, können sie durchaus sinnvoll

sein, um einen großen und liquiden Markt für Euroland-Staatsanleihen zu schaffen. Außerdem sollte man bedenken, dass Eurobonds, wenn sie einmal eingeführt sind, kaum wieder abgeschafft werden können. D.h., das Risiko einer Transferunion ist bei vorzeitiger Einführung groß. Dagegen kann der Kauf von Staatsanleihen durch die EZB, also die Anschubfinanzierung für die Reformprogramme, vom EZB-Rat jederzeit wieder rückgängig gemacht werden, wenn sie zur Dauerfinanzierung zu werden droht.

Schauen wir in die USA: Auch dort sind die Staatsschulden in den letzten Jahren massiv in die Höhe geklettert. Der Politik gelingt es bislang aber nicht, geeignete Gegenmaßnahmen auf den Weg zu bringen. Wie schätzen sie die Chancen auf eine Konsolidierung des Staatshaushalts in den USA ein?
Leider nicht sehr gut. Die in den USA herrschende politische Blockade wird eine entschlossene Konsolidierung der Staatsfinanzen vor den nächsten Wahlen verhindern.

Wie kann das Wachstum der Schuldenberge in westlichen Demokratien angesichts von umfangreichen Widerständen gegen Sparmaßnahmen grundsätzlich gestoppt werden?
Die Leute müssen erkennen, dass ein weiterer Aufbau von Schuldenbergen auf Kosten künftiger Generationen geht, die aus ihren Steuergeldern den Schuldendienst leisten müssen. Aber wenn es in Deutschland gelingt, den Ausstieg aus der Atomenergie zu beschließen, warum sollte dann nicht ein Entschluss zum Ausstieg aus der Staatsverschuldung möglich sein?

Welchen Einfluss hat die Schuldenkrise auf das Wirtschaftswachstum in Europa, den USA sowie in den Schwellenländern? Steht uns eine neue Rezession bevor?
Da der Prozess der Entschuldung, das sog. „de-leveraging“, nicht gleichmäßig sondern in Schüben vor sich geht, ist die Wirtschaftsentwicklung nun weit weniger stabil. Jeder neuer Schub geht mit einer Abschwächung der Wirtschaft einher. Gleichzeitig bewirkt der Prozess der Entschuldung, dass das Wachstum im Trend weit schwächer ist als vorher. Man kann das mit einem tief fliegenden Flugzeug vergleichen, das wiederholt in Luftlöcher fällt. Da wir in Euroland nun einen recht kräftigen, durch die Märkte erzwungenen Schub der Entschuldung haben, wird die Wirtschaft im kommenden Jahr in die Rezession fallen und um 0,5% schrumpfen, wobei Deutschland mit einer „schwarzen Null“ noch relativ gut abschneiden wird. In den USA nimmt dagegen das Tempo der Entschuldung im Privatsektor weiter ab, sodass dort das Wachstum 2,3% erreichen dürfte. Im Gegensatz zu den Industrieländern wird das Wachstum in den Schwellenländern mit rd. 6% sehr robust bleiben, sodass die globale Wirtschaft um rund 3,5% expandieren dürfte.

Quelle: Webseite der Deutschen Bank

In diesem Zusammenhang auch interessant: "Die verborgene Zahlungsbilanzkrise der Eurozone"
(Verfasser Th. Mayer – s.o.)

Aus dieser Publikation stammt das folgende Bild und der sich anschließende Textauszug.

"(…) Bis zum Beginn der Eurokrise im Jahr 2009 wurden die Leistungsbilanzungleichgewichte unter den EWU-Mitgliedsstaaten von den EU-Behörden weitgehend ignoriert. (…) Solange sich die Finanzmärkte positiv entwickelten und der Zugang zu extrem günstigen Finanzierungsmitteln auch Kreditnehmern

unterschiedlichster Bonität offen stand, fiel der Fehler in dieser Argumentation kaum auf. Dies änderte sich jedoch schlagartig, als der Risikoappetit der Marktteilnehmer an den Kreditmärkten im Zuge der Finanzkrise deutlich abnahm und die EWU-Mitgliedsländer mit großen Haushaltsdefiziten oder hoher Verschuldung sowie trüben wirtschaftlichen Aussichten ein plötzliches Versiegen der Kapitalzuflüsse und sogar Nettokapitalabflüsse verzeichneten.

Auf den ersten Blick führte das Versiegen der Finanzströme zu einer Staatsschulden- und Bankenkrise. Als Reaktion darauf gewährte die EU den betroffenen Ländern finanzielle Unterstützung – verbunden mit der Forderung nach Haushaltsanpassungen – während die EZB die Banken stützte. Auf den zweiten Blick jedoch verbirgt sich dahinter eine Zahlungsbilanzkrise, die bislang nur geringe Aufmerksamkeit erhalten hat. (Dieses Problem wurde zuerst von Hans-Werner Sinn, Präsident des ifo Instituts, identifiziert, der kürzlich eine Sammlung von Beiträgen verschiedener Ökonomen zum Thema veröffentlichte (Ifo Schnelldienst 16/2011, 31. August 2011)).

Zur Erinnerung: Die Zahlungsbilanz wird definiert als Summe aus Leistungs- und Kapitalbilanz. In einem System frei schwankender Wechselkurse steht die Zahlungsbilanz immer auf Null, da der Wechselkurs sich entsprechend anpasst, um ein Gleichgewicht zwischen Leistungs- und Kapitalbilanz zu erreichen. In einem System fester Wechselkurse hingegen kann es zu Zahlungsbilanzungleichgewichten kommen, wenn sich der Wechselkurs über bzw. unter seinem Gleichgewichtsniveau befindet.

Im ersteren Fall, d.h. bei einem überbewerteten Wechselkurs, übersteigen die Importe eines Landes seine Exporte und die Leistungsbilanz rutscht ins Defizit. Gleichzeitig liegen die inländischen Vermögenspreise über den ausländischen, so dass Investoren Erstere verkaufen und Letztere kaufen. Dies führt zu Nettokapitalabflüssen und somit zu einem Defizit in der Kapitalbilanz. Die kombinierten Defizite der Leistungs- und Kapitalbilanzen wiederum führen zu einem Zahlungsbilanzdefizit.

Üblicherweise werden Zahlungsbilanzdefizite durch den Verkauf von Devisenreserven der Zentralbank finanziert. Wenn der Bestand an Devisenreserven aufgebraucht ist und die Zentralbank das Defizit nicht länger ausgleichen kann, fällt der Wechselkurs, um das Gleichgewicht zwischen der Leistungs- und der Kapitalbilanz wiederherzustellen.

Im letzteren Fall, d.h. bei unterbewerteter Währung, bestehen Leistungs- und Kapitalbilanzüberschüsse und entsprechend auch ein Zahlungsbilanzüberschuss, so dass die Zentralbank Devisenreserven anhäuft. Dieser Prozess kommt erst zum Ende, wenn die akkumulierten Devisenreserven zu einer massiven Ausweitung der Geldmenge geführt haben, in deren Folge die Inflation auf ein nicht mehr zu tolerierendes Niveau ansteigt und die Behörden eine Währungsaufwertung vornehmen, um die Preisstabilität wiederherzustellen.

Die Rolle des Zahlungssystems der Zentralbanken des Eurosystems (TARGET2)

Da die EWU als Union souveräner Staaten konzipiert wurde, blieben in den Mitgliedsländern die nationalen Zentralbanken erhalten, die gemeinsam das sogenannte Eurosystem mit der EZB an der Spitze bilden. Die nationalen Interbanken-Zahlungssysteme wurden zu einem Interbanken-Zahlungssystem des Euroraums fusioniert (TARGET2); hier haben die nationalen Zentralbanken die Rolle als Bindeglied zwischen den einzelnen Ländern übernommen (…). Eine wichtige Konsequenz dieses Systems ist, dass jedes Mitgliedsland der Eurozone eine nationale Zahlungsbilanz in Form der Nettoposition seiner Zentralbank innerhalb von TARGET2 führt. Diese Nettoposition kann zu Forderungen (Zahlungsbilanzüberschuss) bzw. Verbindlichkeiten (Zahlungsbilanzdefizit) gegenüber der EZB führen, die das Herzstück des Zahlungssystems darstellt.

Als Folge dieses Systems erhält ein Land mit einem Zahlungsbilanzdefizit automatisch unbegrenzte Finanzierungsmittel. Betrachten wir das Beispiel eines Landes, das aufgrund eines überbewerteten

internen realen Wechselkurses und eines großen Budgetdefizits ein Leistungsbilanzdefizit sowie ein Kapitalbilanzdefizit verzeichnet (wobei Letzteres auf Kapitalflucht zurückzuführen ist, da die im Land ansässigen Anleger ihre überbewerteten inländischen Vermögenswerte gegen ausländische austauschen). Da die Banken einer hochverschuldeten Regierung und einem nicht wettbewerbsfähigen Privatsektor Kredite einräumen, werden sie als unsicher erachtet und dementsprechend von privaten Finanzierungsquellen abgeschnitten.

Um ihre Zahlungsfähigkeit zu gewährleisten, erhalten die Banken des Landes Kredite von ihrer nationalen Zentralbank, die im Auftrag der EZB agiert. Daher fließt Zentralbankgeld von der EZB an die Banken zur Finanzierung von Kapitalabflüssen, die durch Leistungs- und Kapitalbilanzdefizite entstanden sind. Während sich die Banken des Landes mit dem intern überbewerteten realen Wechselkurs bei der Finanzierung ihrer Bilanzen primär auf ihre nationalen Zentralbanken sowie die EZB verlassen, verfügen die Banken der Länder mit unterbewerteten Wechselkursen, die die Zahlungen erhalten, über reichliche Liquidität, so dass sie keine EZB-Mittel benötigen. Daher liegt der Schwerpunkt der Refinanzierungskredite der EZB auf den Ländern mit überbewerteten Wechselkursen. (…)"