

Die Schuldenprobleme sind durch das jüngste Ankaufprogramm nicht aus der Welt



Dr. Ulrich Kater ist Chefvolkswirt der Dekabank Deutsche Girozentrale

Krisenbändiger Europäische Zentralbank?

Nachdem die Schlagzeilen zur Euro-Rettung schon in den vergangenen Wochen etwas weniger bedrohlich-fett ausgefallen sind, wird das Thema in den kommenden Monaten in der Wirtschaftspresse weiter an Bedeutung verlieren – insbes. wenn Spanien endlich seinen Rettungsantrag gestellt und die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Anleiheprogramm angeworfen hat. EZB-Präsident *Mario Draghi* erweist sich als Meister im Austarieren der vielen hochenergetischen Kräfte, die an ihm und der EZB zerren. Da ist die Politik, die möglichst viel Geld von ihm will, ebenso wie die Märkte; dann sind da diejenigen, die den geldpolitischen Untergang des Abendlands monieren; und dann sind da schließlich noch die Bürger, die in Italien auf Deutschland und in Deutschland auf Italien schimpfen. Bisher hat *Draghi* es verstanden, Bankensystem und Staatsfinanzierung vor dem Zusammenbruch zu bewahren, ohne dass auf einer seiner zahlreichen Baustellen eine offene Revolte ausgebrochen wäre. So ist auch seine jüngste Initiative eines neuen Ankaufprogramms zu verstehen: Große Aufkäufe sind möglich, aber die EZB verlangt den großen südeuropäischen Staaten Spanien und Italien dafür Einiges ab, nämlich die Unterwerfung unter „freiwillige“ Wohlverhaltensregeln. Geht der Plan so auf, dann könnte er der Eurozone ein oder zwei Jahre Ruhe verschaffen, in denen an den wirklichen Problemen gearbeitet werden kann. Wenn das allerdings wieder verschlafen wird, dann wird auch die EZB am Ende die Eurokrise nicht lösen können.

Neben Bürgschaften – und eventuell später: Transfers – ist dies ein weiterer Preis, den die Deutschen für diese Währungsunion zahlen müssen: der Abschied von ihren eigenen erfolgreichen Konzepten in der Geldpolitik. Die EZB wird eher eine Zentralbank mit dem Charakter der Federal Reserve in den USA: pragmatisch und politisch beeinflusst. Das muss nicht automatisch ins Verderben einer instabilen Währung führen. Auch eine solche Notenbank ohne festes Konzept und mit mehr Nähe zur Politik kann eine vertretbare Währungsqualität produzieren: Der Inflationsunterschied zwischen US-Dollar und D-Mark betrug von Anfang der 50er Jahre bis Ende der 90er im Durchschnitt ein Prozentpunkt (freilich mit hohen Schwankungen). Die EZB ist dabei aber angewiesen auf die übrigen Politikinstanzen in Europa, insbes. die Finanzpolitik, denn die Schuldenprobleme sind ja durch die Initiative der EZB nicht aus der Welt. Die Deutsche Bundesbank

war solche Risiken nicht eingegangen. Das war einer der Gründe für die außergewöhnliche Reputation der D-Mark auf den Finanzmärkten und in der Öffentlichkeit.

Zum Zweiten ist ebenso unklar, was der EZB-Zentralbankrat aus seinem neuen Handlungsspielraum noch alles machen wird. Wie sieht die Agenda dieses Zentralbankrats aus, der mit leichter Hand die festgefügtten und erfolgreichen geldpolitischen Vorstellungen der Bundesbank überstimmen kann? Das steht noch nicht fest. Ein Test dieses neuen Charakters der europäischen Geldpolitik wird kommen, wenn sich in den kommenden Jahren Inflationserwartungen bilden sollten. Eigentlich müsste dann die EZB mit Zinserhöhungen reagieren. Denn das gehört ja auch immer noch zu ihrem Mandat. Wenn dies aus Angst vor finanzpolitischen Folgen (auch für die eigene Bilanz) ausbleibt, dann wissen wir ziemlich sicher, dass der neue Charakter unserer Notenbank ein ziemlich hässlicher ist.

Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass westliche Notenbanken auf hohe, womöglich zweistellige Inflationsraten bauen, um das Schuldenproblem von Staaten, Banken oder privaten Haushalten aus der Welt zu schaffen. Dies nicht so sehr, weil die Geldmengenerwartungen von möglichen künftigen Anleihekäufen durch die EZB in Gegengeschäften neutralisiert werden, sondern vielmehr, weil Inflation heute keine Strategie mehr für den Staat ist, sich zu entschulden. Denn anders als noch in früheren Zeiten ist er mit einer recht kurzen durchschnittlichen Laufzeit finanziert, d. h. die gesamte Staatsschuld muss innerhalb von wenigen Jahren anschlussfinanziert werden. Wittern die Kapitalmärkte eine Inflationierungsstrategie, werden sie höhere Zinsen für die Staatsfinanzierung verlangen und die entlastenden Effekte höherer Inflationsraten für die Staatsschuld werden zunichte gemacht. Daher sind auch künftig nur moderate Inflationsraten politisch durchsetzbar.

Es gibt keinen einfachen Weg aus den großen Schulden der Vergangenheit. Viel spricht dafür, dass es ein zäher Prozess wird, der viele Jahre benötigen wird. Die große Gefahr ist, dass Politik und Wirtschaft die Puste ausgeht und der Wille zur Bereinigung der Strukturen erlahmt. Das wäre dann der Weg in die andauernde wirtschaftliche Stagnation.