

**HANS-WERNER
SINN**

*Der ehemalige
Präsident des Ifo-
Instituts kritisiert
die EZB-Politik von
Mario Draghi.*

Wortgefecht Hans-Werner Sinn gegen Holger Schmieding: Eine Bilanz nach acht Jahren Mario Draghi.

INTERVIEW SARAH SPEICHER-UTSCH UND
ANDREAS SCHOLZ FOTOS ROBERT BREMBECK

Heute ist die letzte EZB-Ratssitzung von Mario Draghi. Bitte ziehen Sie Bilanz.

Sinn: Die Kapitalmärkte haben im Gegensatz zum Maastrichter Vertrag den Euro von vorneherein als Vergemeinschaftungsaktion verstanden. Deswegen gingen die Spreads schon bei der Euro-Einführung herunter. Das erzeugte eine Blase, die in der Lehman-Krise platzte und überteuerte Torsos einst halbwegs wettbewerbsfähiger Volkswirtschaften hinterließ. Als die Spreads wieder stiegen, hat Mario Draghi die Vergemeinschaftung der Risiken durch die EZB zur Doktrin gemacht und die Portfolio-Risiken auf die Steuerzahler verlagert. Das hat die Anleger der ganzen Welt wieder beruhigt. Nur hat es keinen Beitrag zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit des Mittel-

meerraumes geleistet, ganz im Gegenteil.

Schmieding: In den acht Jahren von Mario Draghi an der Spitze der Europäischen Zentralbank waren die deutschen Preise so stabil wie noch nie zuvor. Er hat damit das Mandat der EZB gerade in deutschem Interesse voll erfüllt. Er hat es zudem geschafft, einige Krisen zu meistern. Auch deshalb geht es Deutschland heute besser als vor acht Jahren.

Hat Draghi im Sommer 2012 den Euro mit dem Satz „Whatever it takes“ gerettet?

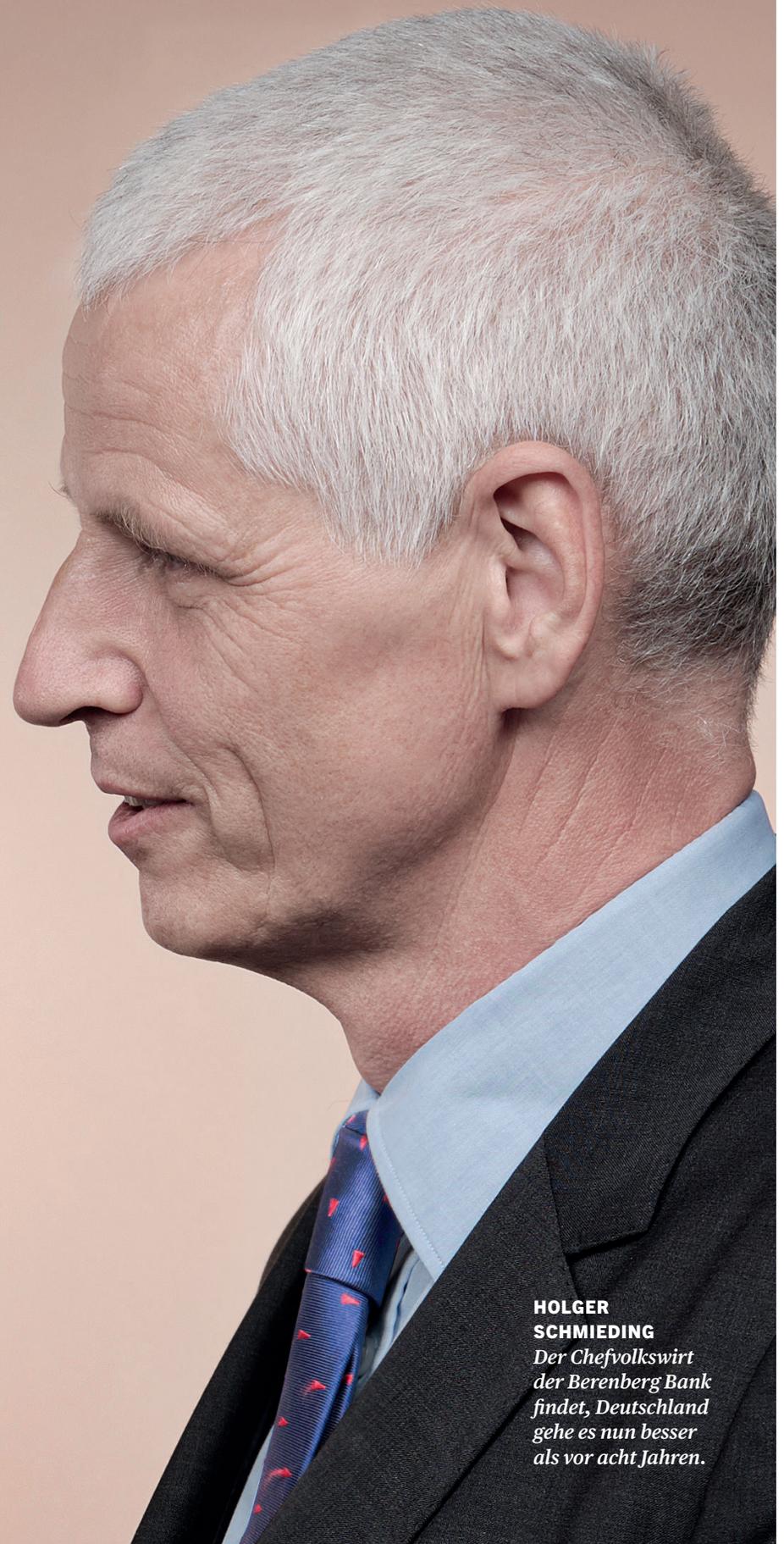
Sinn: Ja, vorläufig jedenfalls. Aber Vergemeinschaftungsaktionen passen nicht zur Marktwirtschaft. Sie sind Rettungsaktionen für kaputte Portfolios, für überschuldete Staaten, die nicht mehr zurechtkommen. Was daraus langfristig wird, ist ein ganz anderes Thema.

War es richtig, Anleihen zu kaufen?

Schmieding: Ja. Dass die EZB Anleihekäufe aufgenommen hat, war richtig. Die EZB hat so die Konjunktur gestützt. Das heißt nicht, dass jede folgende Entscheidung, wann genau die Anleihekäufe zurückgeführt wurden und ob sie wieder aufgenommen werden, richtig war. Die jüngste Entscheidung der EZB, die Anleihekäufe wieder aufzunehmen, war meines Erachtens nicht zwingend.

Sinn: Die Käufe der Staatspapiere senken die Zinsen der Staaten, und wenn die sich mehr verschulden, gibt es einen fiskalischen Stimulus. Die Staaten dürfen sich aber nicht mehr verschulden. Die Käufe sind außerdem eine Wechselkurspolitik. Sie führen zu einer Abwertung der jeweiligen Währung, weil ein Teil der Liquidität ins Ausland drängt. Und das hat einen positiven konjunkturellen Effekt. Die EZB darf jedoch auch keine Wechselkurspolitik machen. Die Frage ist also: Wer entscheidet über die Wirtschaftspolitik: Die Parlamente oder der EZB-Rat?

Schmieding: Anleihekäufe sind ein Instrument der Geldpolitik. Sie können wie jedes andere Instrument der Geldpolitik unter anderem über den Wechselkurs wirken. Sie wirken aber auch, indem sie über niedrigere Zinsen am längeren Ende einen Einbruch des Kreditwachstums ►



**HOLGER
SCHMIEDING**
*Der Chefvolkswirt
der Berenberg Bank
findet, Deutschland
gehe es nun besser
als vor acht Jahren.*

Debatte

»Mario Draghi hat den Bogen überspannt.« **HANS-WERNER SINN**

► vermeiden. Und sie können vor allen Dingen auch wirken, indem sie Vertrauen schaffen, Erwartungen stabilisieren. Messen wir die EZB-Politik an ihren Ergebnissen: Preisstabilität ist voll gewährleistet. Mehr, als es jemals zuvor der Fall war, gerade auch für Deutschland.

Worin liegt das Kernproblem?

Sinn: Mario Draghi hat den Bogen überspannt. Das zeigt sich in aller Deutlichkeit an den Reaktionen auf die vorletz-



»Klar haben wir eine Blase. Die wird auch irgendwann platzen. Aber das Hauptproblem ist nicht, dass die EZB zu expansiv war, sondern welche Papiere sie gekauft hat.«

HANS-WERNER SINN

te Pressekonferenz von Mario Draghi, in der die Verlängerung des QE über seine eigene Amtszeit hinweg beschlossen wurde.

Es war ein Mehrheitsbeschluss.

Sinn: Diese Entscheidung, sagt Mario Draghi, sei mit überwältigender Mehrheit zustande gekommen. In Wahrheit haben jene Mitglieder im EZB-Rat, die dagegen waren, 60 Prozent der Wirtschaftsleistung der Eurozone und 56 Prozent des eingezahlten und haftenden Kapitals vertreten. Das zeigt, dass wir hier offenkundig ein Problem mit den Stimm-

gewichten im EZB-Rat haben und mit der demokratischen Verfasstheit des ganzen Eurosystems.

War die Geldpolitik zu expansiv?

Schmieding: Wir finden keine Anzeichen dafür, dass die Geldpolitik erheblich zu expansiv war oder ist. Wir sehen weder bei der Geld- noch bei der Kreditmenge übermäßige Wachstumsraten. Wir sehen keinen übermäßigen Inflationsdruck. Der handelsgewichtete Wechselkurs des Euro schwankt immer mal wieder. Der Euro ist aber derzeit nicht dramatisch unterbewertet, auch nicht zum US-Dollar. Einzelne Entwicklungen an einzelnen Vermögenmärkten mögen Anlass zur Sorge geben. Das liegt aber bei deutschen Immobilien nicht an einer ausufernden Kreditnachfrage, zu der die Geldpolitik theoretisch beitragen könnte, sondern eher an zu geringem Angebot an Immobilien relativ zur Bevölkerungsentwicklung.

Aber wir sehen auf den Immobilien-, Bond- und Aktienmärkten enorme Verzerrungen. Gibt es schon eine Blase?

Schmieding: Die Aktienmärkte sind nicht überbewertet. Die Rentenmärkte drücken vor allem die sehr niedrigen Realzinsen aus, die sich weltweit aus dem hohen Angebot an Ersparnissen relativ zur verhaltenen Nachfrage nach Krediten ergeben.

Sinn: Klar haben wir eine Blase. Die wird auch irgendwann platzen. Aber das Hauptproblem ist nicht, dass die EZB zu expansiv war, sondern welche Papiere sie gekauft hat. Das Problem ist, dass sie in krassem Widerspruch zu Artikel 123 AEUV für die gigantische Summe von fast 2000 Mrd. Euro die Staatspapiere der Gliedstaaten des Eurosystems gekauft hat. Das ist eine auch international völlig einseitige Maßnahme, für die es keine Parallelen gibt. In Amerika gibt es so etwas nicht. Die Fed kauft keinerlei Papiere der Gliedstaaten. Denn tätige sie das, würde der Kapitalmarkt mit seiner Kontrollfunktion ausgehebelt. Gliedstaaten, die sich übermäßig verschulden, müssen höhere Zinsen zahlen. Und diese höheren Zinsen – weil die Anleger

Angst haben, dass sie ihr Geld nicht wieder kriegen – schrecken dann die Anleger ab und verhindern die exzessive Verschuldung. Das ist der fundamentale Selbstkorrekturmechanismus, ohne den Föderationen nicht bestehen können. Deswegen ist in Amerika der Kauf von Staatspapieren nur auf Bundesebene erlaubt. Da wir keine Bundespapiere haben, werden in Europa ersatzweise die Papiere der Gliedstaaten gekauft. Das geht aber nicht, denn die EZB darf den Bundesstaat mit einer gemeinsamen Haftung nicht selbst herstellen.

Schmieding: Herr Professor Sinn, Sie stellen die USA als positives Beispiel heraus. Die Zahlen zur Schuldenlawine sind aber ganz anders. Seit dem Start des Euro Anfang 1999 ist die staatliche Schuldenquote in der Eurozone um 15 Punkte gestiegen von 72 auf 87 Prozent Ende 2018. Die USA erleben dagegen eine Schuldenexplosion um knapp 45 Punkte von 63 Prozent auf jetzt 107,4 Prozent. Wir haben in der Eurozone keine Bundespapiere. Deshalb muss die EZB, um ihre Bilanz durch den Ankauf von Staatspapieren auszuweiten, bei uns Anleihen der Mitgliedstaaten kaufen. Die EZB hat dabei eine Bonitätsgrenze eingesetzt, um die berechtigte Sorge zu berücksichtigen, sie könne sonst Schrottpapiere kaufen. Wir sehen in der Eurozone seit Beginn des EZB-Ankaufprogrammes keine zunehmende Neigung der Staaten, sich zu verschulden, sondern weitere Fortschritte in vielen Ländern bei Wirtschaftsreformen.

Sinn: Widerspruch, Euer Ehren! Wir haben in Europa Staaten, die haben wie Italien 130 Prozent oder wie Griechenland 180 Prozent Staatsschulden. Ohne den griechischen Schuldenschnitt 2012 läge Griechenland bei etwa 240 Prozent. Und ohne Draghis Zinssenkungen wäre auch die Schuldenquote Italiens heute noch viel höher. In Amerika gibt es keine Staaten, die ähnlich hoch verschuldet sind. Da liegen die Gliedstaaten bei 10 Prozent Staatsschuldenquote, und das wird schon als hoch empfunden. Die meisten überschuldeten Länder der Eurozo- ►

Debatte

»Ohne das ›Whatever it takes‹ der EZB wäre Deutschland heute möglicherweise ebenfalls nahezu pleite.« **HOLGER SCHMIEDING**

► ne haben in den letzten Jahren ihre Schuldenquoten noch vergrößert, obwohl der gehärtete Fiskalpakt des Jahres 2012, den Deutschland zum Ausgleich für die Zustimmung zur Schuldenvergemeinschaftung durch das „Whatever it takes“ bekam, verlangte, dass diese Quoten Jahr um Jahr in Richtung 60 Prozent gesenkt werden.

Wäre Italien ohne die Maßnahmen, die die EZB getätigt hat, heute bankrott?

Schmieding: Italien ist ebenso wie Deutschland als Schwächling in die Eurozone eingetreten. Italien kam zudem mit einer sehr hohen Erbschuldenlast in den Euro. Seit das Land im Euro ist, ist die Schuldendynamik wesentlich gebremst. Das hat auch mit den niedrigen Zinsen zu tun, aber auch damit, dass die Wirtschaftspolitik nicht mehr ganz so unverantwortlich ist wie zuvor. Allerdings ist Italien heute unter den Eurländern das einzige Land, das noch keinen tiefen wirtschaftspolitischen Erneuerungsprozess durchgemacht hat. Deutschland hat sich um 2003/2004 mit Reformen rund um die Agenda 2010 saniert. Griechenland, Spanien, Portugal haben unter dem Druck der Eurokrise massive Reformen eingeführt, die dazu geführt haben, dass diese Länder jetzt in der Wachstumsliga vorn sind. Frankreich ist unter Emmanuel Macron dabei, sich zu reformieren.

Sinn: Die französische Industrie produziert heute 9 Prozent weniger als beim Ausbruch der Krise, die portugiesische 15 Prozent weniger, die griechische 19 Prozent weniger und die spanische 21 Prozent weniger, die deutsche hingegen 4 Prozent mehr. Für eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der mediterranen Länder sprechen diese Zahlen nicht.

Und Italien?

Sinn: Italien liegt etwa bei Griechenland. Schon 2011 war die ganze Misere offenkundig geworden. Berlusconi führte Geheimverhandlungen über den Austritt Italiens aus dem Euro. Und dann kam das „Whatever it takes“, um noch einmal einen Aufschub durch künstliche

Zinssenkungen auf dem Vergemeinschaftungswege zu erreichen. Das ist keine Lösung. Sie können kein föderales System erzeugen, indem der Kapitalmarkt außer Kraft gesetzt wird und nicht mehr das Selbstverständliche stattfindet, dass jemand, der sich stärker verschuldet, auch höhere Zinsen zahlt. Wenn Sie das kaputt machen, kriegen Sie das System nie stabilisiert.

Schmieding: Ohne das „Whatever it takes“ der EZB wäre Deutschland heute möglicherweise ebenfalls nahezu pleite.



»Messen wir die EZB-Politik an ihren Ergebnissen: Preisstabilität ist voll gewährleistet. Mehr, als es jemals zuvor der Fall war, gerade für Deutschland.«

HOLGER SCHMIEDING

Denn mit ihrem Machtwort vom Juli 2012 hat die EZB eine riesige Spekulationswelle gegen den Euro beendet, deren Wucht die ganze Eurozone hart getroffen hatte. Im Sommer 2012 stand die deutsche Wirtschaft am Rande einer Rezession. Wäre es zu einer noch größeren Krise gekommen, sozusagen zu einer Version 2.0 der Krise von 2008/2009, hätte das die deutsche Staatsschuldenquote massiv in die Höhe getrieben. Ein ungeordneter Zerfall des Euro wäre uns sehr teuer zu stehen gekommen.

Hält das System nur, indem man die Marktkräfte außer Kraft setzt?

Sinn: Es hält im Moment. Aber die Gefahr ist, dass wir das wiederholen, was die Amerikaner in ihren ersten Jahrzehnten hatten. Damals wurden die Schulden der Gliedstaaten zu Bundesschulden vergemeinschaftet mit der Folge, dass es eine Schuldenlawine gab, die zu einer Blase führte, die platzte und neun von damals 29 Staaten und Territorien in den Konkurs trieb. Das ist die konkrete Gefahr für Europa. Um sie abzuwenden, werden wir Europa sukzessive in eine Transferunion verwandeln, bei der die Steuerzahler des Nordens die Schulden der Südländer bedienen. Wovon ich Angst habe, ist, dass diese Entwicklung nun auch im Norden die radikalen Parteien stärkt und dass Europa allmählich politisch und ökonomisch erodiert.

Schmieding: Das Schuldenproblem ist auch in der Eurozone nicht gelöst. Aber die Entwicklung ist bei uns seit 20 Jahren weit weniger bedrohlich als in den USA, Großbritannien oder Japan. Der Euro funktioniert weit besser als seine real existierenden Alternativen. Auch politisch ist der Euro im Vorteil. Die großen populistischen Unfälle hat es anderswo gegeben mit Donald Trump und dem Brexit-Chaos von Boris Johnson. Dagegen hat es der Euro geschafft, Griechenlands Tsipras zu zähmen. Transferunion? An den Hilfskrediten für Euro-Krisenstaaten hat der deutsche Steuerzahler sogar noch verdient.

Wie viele Pfeile hat die EZB noch im Köcher, wenn ein schärferer konjunktureller Gegenwind weht?

Schmieding: Die EZB ist jetzt bereits so aufgestellt, dass sie für eine normale Rezession richtig positioniert wäre und dann nicht mehr nachlegen müsste und sollte.

Erwarten Sie ein QE forever?

Sinn: Ja, ich befürchte, dass Europa drogenabhängig wird wie Japan. Wenn es eine Vertrauenskrise gibt und die Leute nervös werden, kann man ihnen Drogen geben, dann beruhigen sie sich wieder. Das haben wir getan. Aber nun ►

Debatte

► kommt der Patient von der Droge nicht mehr los.

Schmieding: Das ist ein dramatisches Bild. Ich sehe aber keine Drogenabhängigkeit. Stattdessen sind wir derzeit nach einem schönen Aufschwung der letzten Jahre einem dreifachen außenwirtschaftlichen Schock ausgesetzt: dem Handelskrieg, dem Wachstumsverlust in China und den Brexit-Wirren. Darauf hat die EZB reagiert. Es ist denkbar, dass sie überreagiert hat. Aber worauf die EZB jetzt geantwortet hat, ist nicht: „Guck mal, die drogenabhängige Eurozone kriegt die Droge nicht mehr und schwächelt, hat Entzugserscheinungen.“ Das Bild ist falsch. Die Binnennachfrage ist recht stabil. Der Schock kommt von außen, nicht aus angeblichen „Entzugserscheinungen“ im Innern. Bevor uns diese Schocks trafen, hatte die EZB ihr Anleihekaufprogramm 2018 beendet. Die Zentralbank hat damit unter Draghi gezeigt, dass sie zu einer geldpolitischen Wende bereit ist.

Wann wird der Exit aus der derzeitigen Geldpolitik kommen?

Schmieding: Draghi hätte den Exit gerne noch selbst eingeleitet. Leider ist ihm die Weltkonjunktur dazwischengekommen. Ich glaube, dass die EZB unter Lagarde nicht wesentlich anders agieren wird als unter Draghi. Damit erwarte ich, dass bei anhaltend besserer Konjunktur, die wir hoffentlich ab der zweiten Hälfte des nächsten Jahres wieder haben, nach einiger Zeit auch die Lagarde-EZB das Anleihekaufprogramm auslaufen lässt und danach die erste Zinserhöhung in Angriff nimmt.

Sinn: Ich hoffe das Gleiche. Ich erwarte etwas anderes. Ich erwarte und befürchte, dass wir jetzt in die dritte Phase der Geldpolitik reinkommen. Die erste war Geldpolitik im klassischen Sinne, kurzfristiges Geld gegen absolute Pfandsicherheit, keine Risikoübernahme der Zentralbank. In der zweiten Krisenphase, in der wir uns noch befinden, wurde die Zentralbank zu einer Rettungsbehörde. Die dritte Phase wird sein, dass die EZB nun auch noch eine unmittelbar lenkende Wirtschaftspolitik macht. Das hat Lagarde schon ange-

»Die Binnennachfrage ist recht stabil. Der Schock kommt von außen, nicht aus angeblichen ›Entzugserscheinungen‹ im Innern.«

HOLGER SCHMIEDING





»Wenn es eine Vertrauenskrise gibt und die Leute nervös werden, kann man ihnen Drogen geben, dann beruhigen sie sich wieder. Das haben wir getan. Aber nun kommt der Patient von der Droge nicht mehr los.«

HANS-WERNER SINN

kündigt in ihrer Rede vor dem Europaparlament. Sie möchte das große Budget, was sie jetzt hat, mit der Druckerpresse nutzen, um grüne Papiere zu kaufen.

Schmieding: Damit wären wir ja etwas näher an den EU-Bundesanleihen, die Sie in der Eurozone so vermisst haben.

Sinn: Sie scherzen.

Ist Christine Lagarde die Richtige für den Job der EZB-Präsidentin?

Schmieding: Ja. Sie hat gute Voraussetzungen für den Job. Wir haben gelernt in den letzten Jahrzehnten, vor allem in der Amtszeit Draghis: Wesentlich ist, dass man in einer akuten Krise zu reagieren weiß. Und mit ihrer Erfahrung beim IWF kennt Lagarde sich zumindest mit Krisen aus. Zudem ist sie von guten Ökonomen umgeben.

Sinn: Ich bin mir nicht so sicher. Gegen Lagarde spricht der Umstand, dass sie offen bekundet hat, das Recht zu brechen, um den Euro zu retten, und nun auch Draghis Politik fortsetzen und erweitern will. Für sie spricht, dass sie eine gewiefte Politikerin ist und den schwierigen Kurswechsel, der nötig ist, auch gegenüber den südeuropäischen Staaten, die sich an die Droge gewöhnt haben, vielleicht durchbringt. Frankreich ist ja inzwischen von diesem Kurs abgewendet. Ich kann mir vorstellen, dass Lagarde sich von dem Mainstream in ihrem Land nicht lösen wird, der sich etwas geändert hat. Das ist das Positive.

Herr Professor Sinn, Herr Schmieding, wir danken Ihnen für das Streitgespräch. ■



IFO-INSTITUT Zu Gast bei Hans-Werner Sinn: Chefredakteurin Sarah Speicher-Utsch, Holger Schmieding (Berenberg Bank) und Publisher Andreas Scholz. (v.r.n.l.).