

Dossier: «Wo bitte geht's zum Markt?»

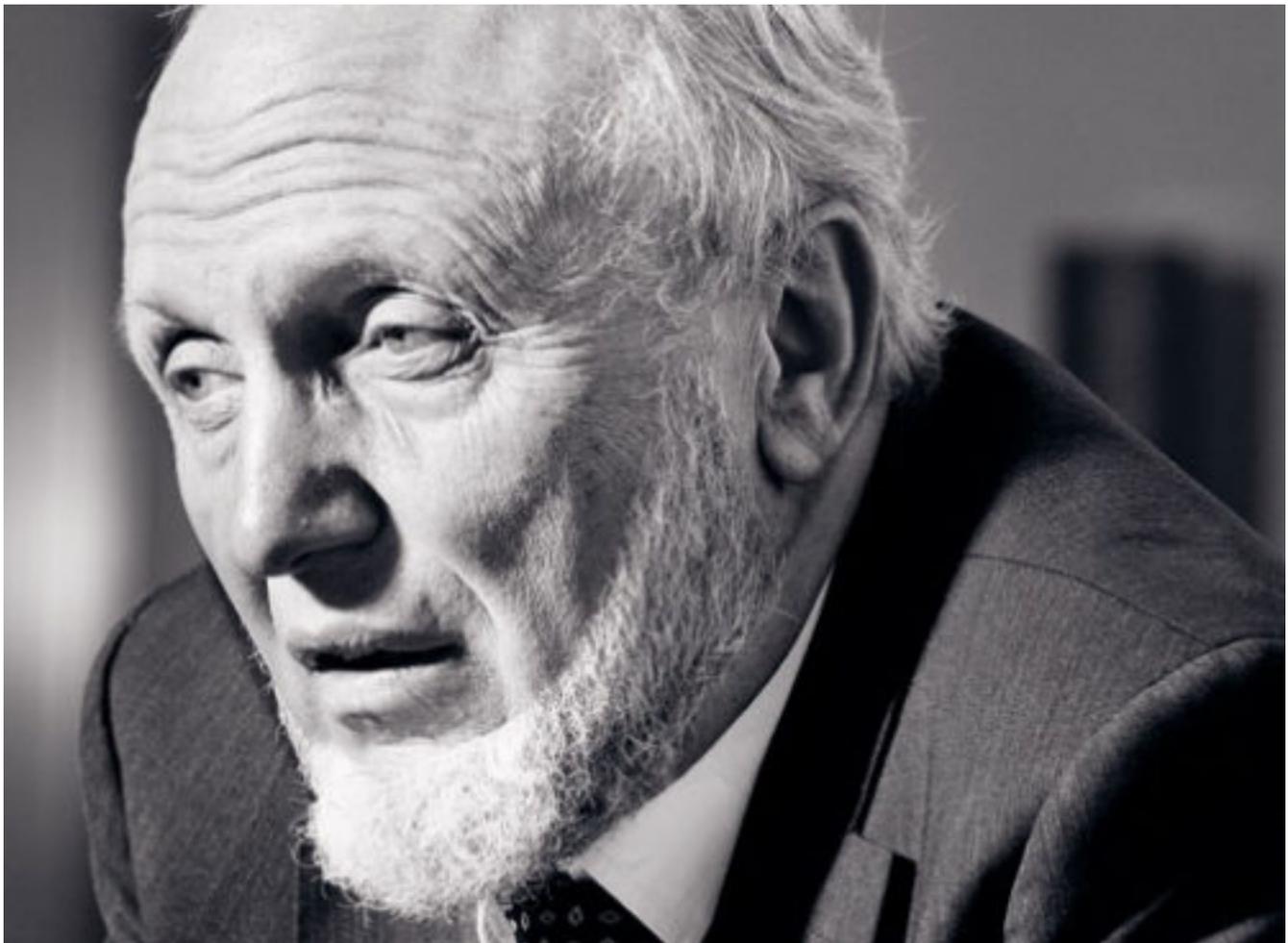
Ausgabe 1027 - Juni 2015

«Das ist mein Job»

Was hätte er an der Spitze der SNB entschieden? Welches wären seine Forderungen als Premier Griechenlands? Und wäre er gerne Präsident der EZB? Ein Gespräch mit Hans-Werner Sinn über gigantische Geldflüsse. Ihre Hintergründe. Ihre Folgen. Und seine innere Ruhe trotz allem.

von René Scheu und Hans-Werner Sinn

03.06.2015



Hans-Werner Sinn, fotografiert von Thomas Burla. 67

**Herr Sinn, die politische Lage in der Eurozone ist seit Wochen, seit
« Monaten, ja seit Jahren unübersichtlich und immer unübersichtlicher »**

geworden. Sie gehören zu jenen, die wenigstens auf intellektueller Ebene Ordnung zu schaffen versuchen. Schlafen Sie gut?

Ab und zu schlafe ich schlecht. Wenn überall die Emotionen hochkochen, dann nagt das auch an meinen Nerven. Denn die von Ihnen richtig geschilderte Situation wird durch die Emotionalisierung der Verhältnisse noch unberechenbarer, als sie ohnehin schon ist – und das müsste sie eigentlich gar nicht sein: dass der Euroraum in seiner jetzigen Form eine Fehlkonstruktion ist, war von Anfang an klar. Auch unter den Politikern hat sich das mittlerweile rumgesprochen. Öffentlich sagt das aber kaum jemand.

Wie investieren Sie in der falsch konstruierten Welt Ihr eigenes Geld und jenes, das Sie dereinst Ihren Kindern und Enkelkindern vermachen wollen?

Das ist eine Frage, die sich für einen Universitätsprofessor kaum stellt. Hätte ich mehr Geld zu investieren, so würde ich Immobilien kaufen, die sind in Deutschland immer noch erstaunlich günstig.

Und wie steht's um Aktien deutscher Unternehmen – sind die nicht ebenfalls unterbewertet?

Die waren bis zum Jahresende unterbewertet. Ich habe immer wieder darauf hingewiesen, dass man mehr in Aktien investieren solle. Mittlerweile haben die Aktien aber schon einen erheblichen Sprung gemacht. Es ist schwer zu sagen, wie viel da noch kommt. Aber man hat ja keine Alternativen mehr. Die Renditen auf festverzinsliche Anlagen sind nahe null, und Anlagen ausserhalb des Euroraums sind riskant, weil der Euro bereits stark abgewertet hat.

Sie wirken in all den Debatten und Interviews über die Zukunft des Euro und der EU stets sehr besonnen. Woher nehmen Sie die Kraft, gegen politische Windmühlen anzureden – und dabei auch noch ruhig zu **»**

bleiben?

Am Ende bringen uns hitzige Wortgefechte doch nicht weiter! Es gibt ökonomische Tatbestände, die die Politik nicht wegerklären kann, beim besten Willen nicht. An die erinnere ich.

Sie agieren aus ökonomischer Überzeugung?

Vor allem aus Pflichtgefühl. Als Leiter des ifo-Instituts für Wirtschaftsforschung an der Universität München bin ich gehalten, mich in den öffentlichen Diskurs einzubringen und die Wahrheit zu sagen. Das ist mein Job, dafür werde ich bezahlt. Wenn ich mal pensioniert bin, gebe ich bestimmt nicht mehr so viele Interviews.

Nutzen wir also diese Chance zur Dekonstruktion von Euromythen: Es heisst immer, die EZB flute die Finanzmärkte mit selbstgedrucktem Geld. In Wahrheit sind es jedoch die 19 nationalen Zentralbanken der Euroländer, die Geld drucken. Bitte klären Sie uns auf!

Das neue Kaufprogramm für Staatsanleihen beläuft sich auf stolze 1140 Milliarden Euro – es ist das grösste geldpolitische Experiment in der Geschichte dieser Währungsunion. Die EZB selbst kauft für 8 Prozent dieser Summe Wertpapiere und vor allem Anleihen europäischer Staaten, die nationalen Zentralbanken für 92 Prozent. Sie haben also recht: die EZB gibt im Grunde bloss die Kommandos, das Handeln übernehmen die nationalen Instanzen.

Inwiefern ist diese Unterscheidung relevant?

Was die EZB kauft, liegt in gemeinschaftlicher Haftung. Was die anderen Zentralbanken kaufen, ist aus der Vergemeinschaftung ausgeschlossen, sofern es um eigene Staatspapiere geht. Konkret: wenn die Banca d'Italia im Rahmen des neuen Programms italienische Staatspapiere kauft und der



italienische Staat pleitegeht, also die Papiere nicht bedienen kann, hat Deutschland keine Last. Wenn aber die Zentralbanken die Anleihen der europäischen Investitionsbank kaufen, wobei deren Projekte in Konkurs gehen und die Kredite nicht bedient werden können, dann tragen alle Länder gemeinsam die Lasten.

Die nationalen Zentralbanken kaufen also mehrheitlich die Schuldpapiere des eigenen Staates?

So ist es. Das war die Bedingung, die Jens Weidmann und die deutsche Bundesregierung gegenüber Mario Draghi formuliert hatten. Denn diese Auflage verunmöglicht eine Vergemeinschaftung aller Schulden der Euroländer. Immerhin.

Wie hoch ist also der Vergemeinschaftungsgrad?

Er beträgt 20 Prozent der 1140 Milliarden – also 228 Milliarden, die faktisch Eurobonds darstellen. Für 80 Prozent haften die jeweiligen Staaten.

Das ist aus ordoliberaler Sicht doch erst einmal eine gute Nachricht: Nur ein überschaubarer Teil der neuen Schuldpapiere bedeutet eine Vergemeinschaftung der Schulden.

Das stimmt – allerdings gilt das ja nur für das aktuellste Programm. Im Fall der normalen Kreditvergabe sind die Risiken zu 100 Prozent vergemeinschaftet. Wenn eine nationale Zentralbank an die Banken ihres Landes Kredite vergibt, die Banken aber pleitegehen und ihre Pfänder ausfallen, dann liegen die Verluste nicht nur bei der nationalen Zentralbank. Es verhält sich vielmehr so, dass alle Zentralbanken der Eurozone für diese Verluste dann anteilig haften. So ist das System: die Zinserträge werden vergemeinschaftet – und die Verluste natürlich auch.

« s dürfte Ihnen schon grösseres Kopfzerbrechen bereiten.

»

Klar, wir haben hier ein klassisches Moral-Hazard-Problem. Die nationalen Zentralbanken haben einen Anreiz, leichtfertig Kredite zu vergeben – also Kredite ohne hinreichend sichere Pfänder: Der Nationalstaat profitiert von den wirtschaftlichen Vorteilen, kann aber die Nachteile sozialisieren.

Ist dies aus Ihrer Sicht einer der Konstruktionsfehler, von denen Sie zu Beginn gesprochen haben?

Genau so sehe ich das.

Lassen Sie mich raten, wo das nächste Problem liegt: bei der Auswahl der Pfänder! Denn welche Pfänder die Zentralbanken akzeptieren dürfen, um Kredite an Banken zu vergeben, entscheidet die EZB. Sie hat sozusagen die Deutungsmacht und kann schalten und walten, wie sie will. Korrekt?

Die EZB legt den groben Rahmen fest, im einzelnen entscheiden die nationalen Zentralbanken, was sie an Sicherheiten akzeptieren und was nicht. Der Interpretationsspielraum der Zentralbanken ist dabei beträchtlich.

Sie können also Schrottpfänder als gute Pfänder akzeptieren?

Sicher. Und das geschah ja auch. Als die Ratingagenturen die Staatspapiere von Griechenland, Spanien und Portugal auf Schrottniveau gesenkt, also schlechter als BBB– bewertet haben, stellte dies für die EZB-Zentrale kein grösseres Problem dar. Diese Papiere wurden – mit geringem Abschlag – weiterhin als gute Sicherheiten akzeptiert. Auf diese Weise hat Südeuropa die Druckerpressen des EZB-Systems an sich gezogen, um seine Probleme damit zu lösen.

Konkreter, bitte!

Der Kapitalmarkt hätte ohne Vergemeinschaftung durch das Eurosystem von
1 südlichen Ländern sehr viel höhere Zinsen verlangt – eben
« Risikoprämien. Die EZB nun vergibt Kredite ohne Risikoprämien. Das war s »

lange okay, wie die Pfänder, die sie akzeptierte, absolut in Ordnung waren. Aber diese Zeit ist längst vorbei. Durch die Absenkung der Pfandqualitäten wurde ein Kapitalfluss in marode Bankensysteme künstlich subventioniert, was zu einer gross angelegten, folgenschweren Fehlallokation von Kapital in ganz Europa führte. Für etwa 1000 Milliarden Euro wurden zwischen 2008 und 2012 EZB-Kredite in die Südländer verlagert. Das war der bei weitem grösste Rettungsschirm überhaupt.

Die Umverteilung begann indes schon früher. Lassen Sie uns die Etappen en détail durchgehen.

Schon lange vor der Krise floss zu viel privates Kapital in den Süden, das dort von Staatsbediensteten aufgegessen oder in marode Immobilienprojekte investiert wurde. Irgendwann wurde der Fehler von den Investoren erkannt, und sie zogen sich zurück. Dann aber sagte die EZB: Nein, nein, das Geld muss da weiter hinfließen. Sie hat zwei Dinge getan. Sie hat einerseits den Geldfluss durch die Verlagerung der Druckerpresse selbst organisiert – da die französischen und deutschen Banken keine Kredite für Projekte im Süden mehr lockermachten, sind die südlichen Zentralbanken eingesprungen. Und zweitens hat die EZB durch das Outright Monetary Transactions Programm (OMT) – durch Mario Draghis Formulierung «Whatever it takes» allgemein bekanntgeworden – den Fluss privater Kredite nach Südeuropa kostenlos versichert. Also flossen weiterhin viele Kredite in den Süden.

Was geschah denn mit den vielen Krediten? Neue, produktive Industrien wurden damit ja offensichtlich kaum aufgebaut.

Das Geld wurde im grossen und ganzen zur Aufrechterhaltung des Lebensstandards und zur Vermeidung schmerzlicher Reformanstrengungen verwendet. Aber man muss verschiedene Phasen der Krise unterscheiden. In der ersten Phase wurde im Süden das Geld gedruckt, das man sich nicht mehr

« en konnte, weil sich keine freiwilligen Gläubiger mehr meldeten. Mit de »
d finanzierte man also den Lebensstandard und tilgte seine privaten

Schulden im Ausland.

Und Phase zwei?

In der zweiten Phase hat dann die Politik mit ihren Rettungsschirmen öffentlichen Kredit gewährt, was die Kredite aus den lokalen Druckerpressen wieder zurückgehen liess.

Und Phase drei?

Da die Parlamente beim Aufspannen der Rettungsschirme nach Meinung der Kapitalmärkte und der EZB zu knausrig waren, kam das «Whatever-it-takes», also die unbegrenzte und kostenlose Versicherung der Käufer von Staatspapieren durch die EZB. Das hat den privaten Kapitalfluss nach Südeuropa wieder in Gang gebracht.

Das reichte offensichtlich noch immer nicht. Was kam dann?

Dann sprach sich herum, dass die EZB mit ihrer asymmetrischen Geldpolitik zugunsten einer Kreditvergabe an die Krisenländer Dinge tat, die die Fed in Amerika niemals getan hätte. Ausserdem erklärte das deutsche Verfassungsgericht, dass es die Aktionen der EZB als eine verbotene Mandatsüberschreitung ansah. Daraufhin schwenkte die EZB um und verkündete im Januar 2015 das schon erwähnte Programm der quantitativen Lockerung, also der proportionalen und allgemeinen Ausweitung der Geldmenge zum Zweck des Aufkaufs von Anleihen.

Und diese neue Liquidität fliesst in die Aktien- und Immobilienmärkte und sorgt für akutes Blasenpotential?

So ist es – Asset Inflation nennt sich das. Die Hoffnung der Liquiditätsapostel besteht darin, dass das neue Geld zu Investitionen und wirtschaftlichem Wachstum führt. Dies dürfte jedoch kaum geschehen – die Unternehmen hatten selbst viel Liquidität, denn sie trauen der aktuellen Situation nicht

«

»

und halten mit Investitionen zurück – trotz Gratisgeld. Also fliesst das Geld ins Ausland, zum Beispiel in die Schweiz, was zur Folge hat, dass sich der Euro gegenüber den Weltwährungen weiter abschwächt.

Die Importe in den Euroraum werden teurer, die Exporte billiger.

Durch die Abwertung kommt es zu einem Nachfrageschub für die Wirtschaft der Eurozone, weil die Exporte steigen und die Konsumenten die teurer werdenden Importgüter meiden. Das belebt die Wirtschaft und ruft eine Inflation hervor. Wenn Südeuropa die Chance nutzt und bei den Preisen auf der Stelle tritt, kann seine Wettbewerbsfähigkeit wieder ins Lot kommen.

Gut für Leute mit Aktien in den Portfolios, schlecht für jene ohne?

Nicht unbedingt. Denn selbst die wohlhabenderen Leute mit Aktien erzielen nicht mehr Dividenden als vorher auch. Sicher, sie erzielen Kursgewinne. Von Kursgewinnen hat man indes nur dann etwas, wenn man sie realisiert. Das können die Vermögensbesitzer in ihrer Gesamtheit aber nicht, denn wenn sie das versuchen, verschwinden die Gewinne sofort wieder. Es handelt sich insofern um eine blasse Illusion.

Aber die niedrigen Zinsen sind gut für Schuldner, schlecht für Gläubiger?

Genau. Die Profiteure sind jene, die Schulden haben – sie brauchen keine Zinsen mehr zu bezahlen. Die Geprellten sind die Vermögensbesitzer. Das ist ein erheblicher Schaden. Ob es ein Kollateralschaden der Politik ist, den man hinnehmen muss, oder ein gewünschter Effekt zur realen Entschuldung der südeuropäischen Länder, lasse ich einmal dahingestellt. Sparer, die ihr Geld bei Lebensversicherungen oder Banken angelegt haben, werden jedenfalls ein Riesenproblem bekommen.

Was wäre denn der Königsweg aus der Eurofehlkonstruktion? Bitte

« zizieren Sie ein Sinn'sches 3-Punkte-Programm!

»

Ich würde erstens eine Schuldenkonferenz veranstalten zur Abschreibung eines Teils der Staatsschulden, der Bankenschulden und der Schulden der Zentralbanken der Südländer. Es ist besser, der Wahrheit ins Auge zu schauen, uneinbringliche Forderungen abzuschreiben und zu normalen Zinsen zurückzukehren, als mit ewigen Nullzinsen weiterzuwursteln. Zweitens würde ich sofort harte Budgetbeschränkungen einführen und keinerlei neue Rettungskredite mehr gewähren, weder direkt noch aus den lokalen Druckerpressen. Dann würde das eine oder andere Land aus dem Euro austreten. Drittens würde ich für die Zukunft eine Tilgung der Schuldverhältnisse zwischen den Zentralbanken, die durch die asymmetrische Geldausgabe entstanden sind, mit echten Wertpapieren verlangen. Dann würden die nationalen Zentralbanken nicht mehr so viel Geld ausgeben.

Was würden Sie, wären Sie EZB-Chef, in der aktuellen Lage tun?

Das ist schwer zu sagen, weil ich ja das tun müsste, was der EZB-Rat beschliesst. Der Präsident hat wenig Freiheiten. Will man sein Verhalten ändern, muss man die Regierungen und Parlamente auffordern, die Regeln zu ändern.

Wie würden Sie handeln, wären Sie griechischer Ministerpräsident?

Ich würde mir vermutlich Hilfskredite für den Austritt besorgen und die Zusicherung, dass ich nach der Abwertung meiner Währung und der Durchführung von Reformen wieder zurückkommen könnte.

Politiker haben einen im besten Fall mehrjährigen Zeithorizont vor Augen – die Legislaturperiode. Über welche Anreize müsste das politökonomische System verfügen, um ökonomisch sinnvolle Entscheidungen zu begünstigen?

Dem Volk müsste mehr direkter Einfluss gegeben werden. Mit einer direkten

« Demokratie hätte man die Krise anders zu lösen versucht, denn das Volk wi »»

mit dem eigenen Vermögen weniger grosszügig umgegangen als die Politiker in einer repräsentativen Demokratie.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat die Anbindung des Frankens an den Euro gekappt – unter Inkaufnahme von Negativzinsen. War das aus Ihrer Sicht die richtige Entscheidung?

Schwierig zu sagen – ganz schwierig. Ich kann die Entscheidungszwänge der Notenbank angesichts des bevorstehenden QE-Programms sehr gut nachvollziehen. Man hatte zu Recht Angst vor einer Spekulationslawine.

Negativzinsen sind gefährlich, weil sie falsche Anreize für Sparer setzen – sie kaufen irgendetwas, bloss um ihr Geld nicht zu bunkern. Dies bläst bestehende Bewertungsblasen weiter auf. Wie sehen Sie das?

Negativzinsen passen nicht in eine Marktwirtschaft, weil sie zur Explosion der Assetpreise führen. Sie veranlassen auch die Banken, Dividenden mit aufgenommenen Krediten zu bezahlen, weil plötzlich Gewinne aus dem Nichts entstehen. Wenn die Zinsen und Preise auf das Normalniveau zurückkehren, bleiben nur noch leere Hüllen einstmals funktionsfähiger Banken übrig. Auch sonst geht vieles in der Wirtschaft in Konkurs, was auf der Reichtumsillusion aufgebaut wird, die die explodierenden Assetpreise hervorrufen.

Was halten Sie angesichts des real existierenden Wilden Westens in der heutigen Geldpolitik vom Vorschlag, eine Art Staatsfonds zu gründen? Die SNB könnte so viele Franken emittieren, wie die Weltgemeinschaft haben möchte, und dann mit den dafür erhaltenen Euros und Dollars Substanzwerte zusammenkaufen, BMW, ThyssenKrupp, vielleicht auch Google und Facebook.

Ich wäre vorsichtig. Auch die SNB käme in Schwierigkeiten, wenn die Blase

« tzt.

»

Wenn das Eurosystem in der heutigen Form eine Fehlkonstruktion darstellt, wie Sie sagen, war dann die Kappung der Bindung des Frankens an den Euro nur konsequent?

So kann man es auch sehen.

René Scheu

ist Philosoph und Feuilletonchef der «Neuen Zürcher Zeitung». Von 2007 bis 2015 wirkte er als Herausgeber und Chefredaktor des «Schweizer Monats». Heute ist er Verwaltungsrat der SMH Verlag AG.

[Alles von René Scheu lesen](#)

Hans-Werner Sinn

ist emeritierter Ökonomiprofessor der Ludwig-Maximilians-Universität München. Von 1999 bis 2016 war er Präsident des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung. Zuletzt von ihm erschienen ist «Die wundersame Geldvermehrung: Staatsverschuldung, Negativzinsen, Inflation» (Herder Verlag, 2021).

[Alles von Hans-Werner Sinn lesen](#)



*«Ich bin angetan von der
breit gefächerten Themenvielfalt.»*

Fritz Egli, Motorradlegende und
Weltrekordhalter,
über den «Schweizer Monat»

Abo jetzt lösen

Ich löse mein Abo beim nächsten
Mal.