

Die Geldpolitik der EZB treibt einen Keil in unsere Gesellschaft

Seit geraumer Zeit befeuert die Europäische Zentralbank die Wirtschaft mit billigem Geld. Doch was hat das für Folgen? Über die Verteilungseffekte der EZB-Politik, die gefährliche Zusammenarbeit der Zentralbank mit der Politik, über das Platzen neuer Blasen und die Zukunft Europas spricht Professor Gunther Schnabl im Interview.

Herr Professor Schnabl, unter Geldpolitik fasst man alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen einer Zentralbank. Welche konkreten Instrumente nutzt die Europäische Zentralbank (EZB), um die wirtschaftliche Entwicklung in Europa zu beeinflussen?

Grundsätzlich lassen sich zwei Instrumente unterscheiden. Das klassische Instrumentarium ist der Zins. Lange Zeit beeinflussten die Zentralbanken die Inflation und die wirtschaftliche Entwicklung, indem sie Zinsen erhöhten oder senkten. Seit der europäischen Finanz- und Schuldenkrise im Jahr 2007/2008 liegt der Leitzins bekanntlich bei null. Man kann ihn nicht weiter senken. Deswegen haben die Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank die Zinsveränderungen als wichtigstes Instrument abgelöst. Nun lässt der Präsident der EZB, Mario Draghi, in großem Ausmaß Staats- und Unternehmensanleihen kaufen.

Sie haben schon angesprochen, dass die Nullzinspolitik der EZB eine direkte Reaktion auf die Wirtschafts- und Finanzkrise war. Wenn wir uns die wirtschaftliche Situation vor zehn Jahren vor Augen führen und sie mit der heutigen wirtschaftlichen Kraft von Deutschland vergleichen, dann könnte man sagen: Die Politik des niedrigen Zinses hat sich bewährt, oder?

Die sehr lockere Geldpolitik hat kurzfristig ohne Zweifel die Finanzmärkte stabilisiert. Sie hat positive Auswirkungen auf den deutschen Arbeitsmarkt, weil sie den Euro geschwächt und damit die Exporte befördert hat. Zudem haben die niedrigen Zinsen – aber auch die Angst vor dem Wertverlust des Geldes – die Bauindustrie befeuert. Wir haben vor allem in den großen und mittelgroßen Städten einen Immobilienboom. Die Fachwelt ist sich allerdings darin einig, dass der Zins für Deutschland zu niedrig ist. Die deutsche Wirtschaft zeigt Überhitzungserscheinungen. Der Arbeitsmarkt ist beispielsweise leergefegt. Deshalb dürfte das dicke Ende noch kommen, wenn die Übertreibungen beim Export und auf dem Immobilienmarkt plötzlich ein Ende finden.

Gehen wir davon aus, dass diese Fachwelt auch von den Verantwortlichen in der Politik beachtet wird. Wie erklären Sie sich dann, dass die Nullzinspolitik der EZB laufen gelassen wird?

Die Theorie besagt, dass die Politik kurzfristige Ziele im Blick hat, also die Wiederwahl in maximal vier Jahren. Damit ist die derzeitige Geldpolitik sehr günstig für die politischen Entscheidungsträger: Sie beeinflusst die Konjunktur positiv, schafft Arbeitsplätze und lässt

die Steuerquellen sprudeln. Doch gerade die unerwartet hohen Steuereinnahmen sind für mich ein klares Zeichen, dass hier eine neue Blase entstanden ist. So war es auch in Japan, den USA, in Spanien, Irland, Portugal und Griechenland vor der Krise.

Heiligt hier nicht der Zweck gewissermaßen die Mittel? Schließlich haben sich trotz der Krise die Preise an den Ladenkassen nicht erhöht, was gerade auch die mittleren und niedrigen Einkommen schützt.

In der Tat liegen die offiziell gemessenen Inflationsraten auf historisch niedrigem Niveau. Trotzdem glaube ich, dass die mittleren und niedrigen Einkommensbezieher unter dieser Politik leiden. Das hat zwei Gründe. Einerseits treibt die expansive Geldpolitik die Vermögenspreise nach oben, insbesondere die Aktien- und Immobilienpreise. Das hat klare Verteilungswirkungen zugunsten der reichen Bevölkerungsschichten.

Weil Geringverdiener kaum genug Geld zur Verfügung haben, um überhaupt Aktien oder Immobilien zu erwerben?

Klar, Aktien und Immobilien halten vor allem die reichen Menschen. Wer noch keine Aktien und Immobilien besitzt, sie aber erwerben will, zählt zu den Verlierern. Denken sie beispielsweise an die jungen Familien in den großen und mittleren Städten, für die ein Eigenheim unerreichbar geworden ist. Auch die Mieten steigen bei einer Neuvermietung. Der zweite Grund wird weniger erkannt. Er ist für mich aber noch wichtiger. Und zwar senkt das billige Geld für die Unternehmen den Anreiz, ihre Produktivität zu erhöhen. Deshalb können die Löhne nicht mehr steigen bzw. müssen für immer größere Bevölkerungsgruppen sogar fallen.

Das müssen Sie ausführen.

In der Vergangenheit waren die Unternehmen aufgrund der vergleichsweise hohen Kreditzinsen gezwungen, hohe Renditen zu erwirtschaften. Dazu mussten sie effizienter produzieren und/oder Innovationen auf den Markt bringen. Mit dem billigen Geld ist dieser Anreiz verloren gegangen. Die Zentralbanken haben seit den 1990er-Jahren mit dem stetigen Absenken der Leitzinsen die Finanzierungskosten der Unternehmen immer mehr reduziert. Zudem machen die Unternehmen leichte Gewinne, wenn sie auf den Finanzmärkten spekulieren, weil das billige Geld der Zentralbanken dort die Kurse nach oben treibt. Der DAX vermeldet immer neue Höchststände. Und wenn die Blasen platzen, dann fluten die Zentralbanken die Finanzmärkte mit noch mehr billigem Geld, um den Kursverlusten entgegenzuwirken. Für die Risiken von Innovationen gibt es einen solchen versteckten Versicherungsmechanismus hingegen nicht. Deshalb sind in allen Industrieländern die Investitionen und damit die Produktivitätsgewinne der Unternehmen stark zurückgegangen.

Was hat das für Folgen für die Menschen?

Produktivitätsgewinne sind die Voraussetzung für Lohnerhöhungen. Die Produktivitätsgewinne liegen jedoch heute nahe null. Damit kann im Durchschnitt das Lohnniveau in Deutschland nicht mehr steigen. Wenn sich privilegierte Berufsgruppen wie Ärzte, Luft-hansa-Piloten oder Lokomotivführer Lohnerhöhungen aushandeln, dann muss gezwunge-

nermaßen für andere Bevölkerungsschichten das Lohnniveau sinken. Das gilt vor allem für die Neueinsteiger in das Arbeitsleben, also meist für die jungen Menschen. Die verdienen heute deutlich weniger und haben deutlich weniger soziale Sicherung als noch Berufseinsteiger vor zehn, zwanzig oder dreißig Jahren. Auch Wiedereinsteiger in den Berufsprozess, also die Menschen, die arbeitslos geworden sind und nach der Agenda 2010 wieder in den Arbeitsprozess eingestiegen sind, taten dies meist zu geringeren Löhnen. Diese Teile der Gesellschaft sind aus meiner Sicht die großen Verlierer dieser Geldpolitik.

Aber wäre es nicht gerade jetzt an der Zeit für die Unternehmen, stärker zu investieren – insbesondere in Erneuerungen und Produktivitätsfortschritte?

Ja, eigentlich wäre das naheliegend. Die Kredite sind ja billig. Aber ich gehe davon aus, dass die Unternehmer die negativen Anreizeffekte dieser Geldpolitik kennen. Sie wissen, dass auf die lange Frist die Produktivitätsgewinne niedrig oder sogar negativ sein werden. Das wirkt sich unweigerlich auf das Lohn- und Wohlstandsniveau der Menschen aus. Sie können sich im Durchschnitt weniger leisten und werden deswegen zukünftig weniger nachfragen. In so einer Situation macht es keinen Sinn, die Kapazitäten auszubauen.

Die Unternehmen sind die eine Seite, doch wäre es nicht auch von staatlicher Seite aus an der Zeit, massiv in die öffentliche Daseinsvorsorge zu investieren und das billige Geld dafür zu nutzen?

Die öffentliche Daseinsvorsorge ist wichtig, muss aber auch langfristig finanzierbar sein. In der Regel werden hier ja langfristige Ausgabenverpflichtungen eingegangen. In Griechenland wurden beispielsweise in der von billigem Geld getriebenen Boomphase zwischen 2001 und 2008 die Rentenzahlungen um 87 Prozent und die Sozialausgaben um 118 Prozent angehoben. Als 2008 die Blase platzte, stellten sich die Versprechungen als Illusion heraus und mussten in einem sehr schmerzhaften Prozess wieder zurückgefahren werden. Ein solches Hin und Her würde ich Deutschland gerne ersparen. Ohne Produktivitätsfortschritte fehlt für den Ausbau der Daseinsvorsorge einfach die wirtschaftliche Grundlage. Das sollte man keinesfalls vergessen.

Sie haben sich in Ihren Schriften eingehend mit Japan befasst, wo sich die langfristigen Auswirkungen der Nullzinspolitik schon lange zeigen. Was ist interessant daran?

An Japan kann man sehr gut die langfristigen Folgen ablesen. Zwischen 1985 und 1990 hat sich dort infolge starker Zinssenkungen der Bank von Japan eine enorme Blase auf den Aktien- und Immobilienmärkten gebildet. Im Verlauf der Blase war – wie in Südeuropa vor der Krise und heute in Deutschland – alles gut: Die Aktien- und Immobilienpreise, die Löhne sowie die Steuereinnahmen sind gestiegen. Alle haben sich reicher gefühlt und fröhlich konsumiert. Als die Blase geplatzt ist, ist Ernüchterung eingetreten. Die Bank von Japan hat dann versucht, dem Land mit viel billigem Geld wieder auf die Beine zu helfen. Nach fast dreißig Jahren Geldschwemme ist klar, dass die immer wieder versprochene nachhaltige Erholung ausgeblieben ist. Im Gegenteil: Die Produktivitätsgewinne sind immer weiter abgesunken. Sogenannte Zombie-Unternehmen, das heißt Unternehmen mit geringer Effizienz, werden von den Banken am Leben gehalten, damit keine faulen Kredite sichtbar werden. Das hat auch Auswirkungen auf die japanische Gesellschaft.

Was bedeutet das für Europa?

Seit 1998 sinkt das Lohnniveau in Japan. Das geht vor allem auf Kosten der jungen Generation, die zunehmend in prekäre Arbeitsverhältnisse gedrängt wird. Immer mehr junge Menschen bekommen nur noch kurzfristige Arbeitsverträge mit mehr variablen Lohnanteilen. Da die Lasten des geldpolitischen Krisenmanagements systematisch auf die jungen Menschen verschoben werden, verschieben sie die Familienplanungen nach hinten oder bekommen gar keine Kinder. Viele junge Männer ziehen sich beispielsweise aus dem Heiratmarkt zurück, weil sie die materiellen Erwartungen der zukünftigen Partnerinnen fürchten. Das drückt auf die Geburtenraten, die in Japan – ähnlich wie in Deutschland – sehr niedrig sind. Damit geraten wiederum die Rentenkassen in Schieflage. Um große Einschnitte bei den Renten zu verhindern, muss der Staat immer mehr zuschießen. Die Subventionen sind nur noch möglich, wenn die Zentralbank noch mehr Geld druckt. Ein Teufelskreis, der auch in Europa schon lange im Gange ist!

Wenn die Analyse und die Folgen der EZB-Politik so deutlich sind, warum formiert sich kein spürbarer Widerstand dagegen?

Die Zusammenhänge sind komplex, sodass die Symptome zwar weithin beklagt, aber nicht der Geldpolitik angelastet werden. Zudem stellt sich die Frage, wo dieser Widerstand herkommen könnte. Das Problem würde intensiv diskutiert, wenn es führende Politiker auf die Agenda bringen würden ...

... die aber haben ja, wie von Ihnen skizziert, kein Interesse, weil sie von der aktuellen Politik profitieren.

Die deutschen Politiker haben den Menschen große Versprechungen in Form eines großzügigen Wohlfahrtsstaates gemacht. Zudem halten sie die Solidarität in Europa und den Umweltschutz hoch. Das ist sehr teuer. Gegenwärtig kommen immer noch neue Versprechungen auf die Agenda, weil die Export- und Immobilienblasen das Steueraufkommen aufblähen. Die umfangreichen Ausgaben des Staates sind aber nur noch finanzierbar, wenn Mario Draghi weiter die Zinsen niedrig hält und Staatsanleihen kauft. Sonst wären viele Staaten im Euroraum bereits bankrott. Auch in Deutschland wäre das Ausgabenniveau nicht zu halten. Die politisch Verantwortlichen haben deshalb, unabhängig von der Partei, kein Interesse, das Problem auf die Tagesordnung zu bringen.

Warum wird das Problem nicht von der Wissenschaft öffentlich gemacht?

Die Ökonomenzunft ignoriert das Verteilungsproblem weitgehend, weil sich der berufliche Erfolg durch Publikationen in wissenschaftlichen Fachzeitschriften und nicht durch die Lösung dringlicher wirtschaftspolitischer Probleme definiert. Die ökonomischen Modelle, mit denen wir heute arbeiten, lassen eine Diskussion dieses Problems weitgehend nicht zu. Das Denken in Ordnungen, auf dem die Idee der Sozialen Marktwirtschaft basiert, ist außer Mode gekommen. Deshalb konnte man die Grundprinzipien der Sozialen Marktwirtschaft über Bord werfen, ohne dass sich großer Widerstand geregt hat.

Jeder Widerstand braucht natürlich auch Mitstreiter*innen, die für die gleiche Sache eintreten. Ist es nicht vielleicht auch gerade die von ihnen angesprochene hohe Komplexität des Themas, die eine Politisierung gegen die EZB-Politik unmöglich macht?

Früher sind die Preise an den Ladenkassen gestiegen, wenn überbordende Staatsausgaben mit der Notenpresse finanziert wurden. Dann hat jeder schnell das Problem erkannt. Man denke an die Hyperinflation in Deutschland in den frühen 1920er-Jahren. Und es stimmt, heute ist es komplexer. Es steigen die Immobilien- und Aktienpreise, die Löhne für wachsende Teile der Bevölkerung sinken. Damit sind die Zusammenhänge mit der Geldpolitik deutlich schwieriger zu verstehen.

Viele argumentieren, dass die Zentralbanken uns alle gerettet haben.

Ich weise aber immer wieder darauf hin, dass den Gewinnen der einen die Verluste der anderen gegenüberstehen: Mario Draghi hat seit März 2015 Staatsanleihen im Gegenwert von beinahe 2.300 Milliarden Euro gekauft. Das ist Geld, das den Euro-Staaten zusätzlich für Ausgaben zur Verfügung stand und steht. Wenn die Staaten 2.300 Milliarden Euro mehr ausgeben, dann muss dieser Betrag irgendjemand anders abgerungen werden. Aus meiner Sicht sind das vor allem die jungen Menschen, die ehemals Arbeitslosen und die Sparer, deren Ersparnisse nicht mehr verzinst werden. Unsere politischen und akademischen Eliten wollen sich nicht mit dem Problem beschäftigen. Bestenfalls versucht man, mit punktuellen Interventionen wie Mietpreisbremse, Mindestlöhnen, Reichensteuer, Erbschaftssteuer, Erhöhung des Kindergeldes oder Wissenschaftsvertragszeitgesetz an den Symptomen rumzudoktern. Das ist zum Scheitern verurteilt, weil der Kern des Problems nicht beseitigt wird. Es wird lediglich noch mehr teure Bürokratie geschaffen, die von den Bürgern in Form höherer Steuern und Abgaben oder mit der Notenpresse bezahlt werden muss. Ich halte das für einen Irrweg.

Gesetzt den Fall, man würde jetzt die Nullzinspolitik der EZB beenden. Hätte das nicht enorme Folgen?

Wenn diese Finanzierungsquelle geschlossen wird, dann müssen die Staatsausgaben gekürzt werden. Viele profitieren vom Staat, obwohl sie nicht sozial bedürftig sind oder bei genauer Prüfung nicht dem Gemeinwohl dienen. Jede einzelne Ausgabenposition müsste nach diesen Kriterien überprüft werden. Alle Sektoren der Wirtschaft, die von den hohen Staatsausgaben abhängen – also insbesondere die große Bürokratie –, würden leiden. Andererseits müssten die Bürger mit weniger Steuern und Abgaben belastet werden, sodass diesen mehr Geld zur Verfügung stehen würde. Es würden die Teile der Wirtschaft wachsen, die die zusätzliche Nachfrage der Menschen befriedigen würden, z. B. die Bauindustrie, der private Bildungssektor, die Altenpflege oder das Gaststätten- und Hotelgewerbe. Dieser Prozess würde die Wirtschaft mittelfristig aus ihrer Lähmung reißen, wodurch sich die wirtschaftlichen Perspektiven der Menschen wieder verbessern würden.

Könnte man nicht auch die Nullzinspolitik beenden und anstatt die Staatsausgaben zu kürzen, die Steuern für die Bevölkerungsschichten erhöhen, die zuletzt massiv von den Entwicklungen profitiert haben?

Das könnte man als gerecht ansehen. Allerdings ist das aus drei Gründen unrealistisch. Erstens sind die reichen Bevölkerungsschichten auch politisch einflussreich. Zweitens sind die Menschen heute international mobil. Je höher die Besteuerung der reichen Menschen, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese ins Ausland abwandern, z. B. in die Schweiz oder in die USA. Drittens werden im Boom oft beträchtliche Teile der Spekulationsgewinne – z. B. für Luxusgüter – verkonsumiert. Dann ist nach dem Platzen der Blase auch nicht mehr so viel zu holen.

Blicken wir über den Tellerrand hinaus. Welche Auswirkungen hat diese Politik auf die Europäische Union insgesamt?

Im Zentralbankrat der EZB befürwortet die Mehrheit der Mitglieder die sehr lockere Geldpolitik, weil über die sogenannten Target-Salden innerhalb des Europäischen Systems der Zentralbanken in großem Umfang zugunsten der Mehrheit der Länder umverteilt wird. Man muss wissen, dass das kleine Malta die gleiche Stimme wie Deutschland hat. Es profitieren alle Länder außer Deutschland, Finnland, Luxemburg und Holland. Die Deutsche Bundesbank hat seit Ausbruch der europäischen Schuldenkrise über diese Target-Salden ungefähr 850 Milliarden Euro in andere Euro-Länder transferiert. Das sind immerhin über 10.000 Euro pro Bundesbürger. Für eine vierköpfige Familie also mehr als 40.000 Euro! Man ist sich weitgehend darüber einig, dass dieses Geld für Deutschland verloren wäre, wenn das Euro-Gebiet auseinanderbricht. Es ist deshalb nicht überraschend, dass die deutsche Politik diesen Offenbarungseid scheut.

Ist die beschriebene Umverteilung nicht auch sinnvoll?

Sie wäre es, wenn dem Süden auf die Beine geholfen würde. Japan zeigt jedoch, dass das nicht der Fall ist. Die Probleme werden nicht gelöst, sondern nur vertagt und vergrößert. Man denke an Italien, wo vieles im Argen liegt. Damit ist auf die lange Sicht keinem geholfen. Außerdem setzen sich in allen Teilen der Währungsunion die Verteilungswirkungen der Geldpolitik fort. Es profitieren die reichen Italiener und die reichen Deutschen. Und es leiden die jungen Deutschen ebenso wie die jungen Italiener. Es ist deshalb nicht überraschend, dass immer mehr Menschen in Europa frustriert sind und sich von den etablierten Parteien abwenden.

Früher hat die Solidarität in Europa doch gut funktioniert, oder?

Ja, aber früher hat die marktwirtschaftliche Ordnung in Deutschland hohe Produktivitätsgewinne geschaffen, die die Grundlage für reale Lohnerhöhungen für alle und den Ausbau der Sozialsysteme in ganz Europa waren. Die Öffnung der Märkte innerhalb der Europäischen Union hat maßgeblich zu diesen Produktivitätsgewinnen beigetragen. Doch heute lähmt die ultralockere Geldpolitik diese Produktivitätsgewinne, sodass jeder in andere EU-Länder transferierte Euro den deutschen Bürgern abgerungen werden muss. Eine solche Situation bildet den Nährboden für Streit. Es werden nicht nur Keile in jede einzelne Gesellschaft Europas, sondern zwischen die EU-Länder getrieben. Die derzeitige Export- und Immobilienblase in Deutschland, die auch mit Lohnsteigerungen einhergeht, verdeckt das Problem derzeit noch etwas. Es ist aber nur eine Frage der Zeit, bis die Blase platzt.

In die Zukunft schauen ist gerade für Wissenschaftler immer ein schwieriges und ungern gesehenes Geschäft. Versuchen wir es trotzdem: Wann glauben Sie, dass die Blase platzt?

Wann die Blase platzt, kann man vom Zeitpunkt her nicht prognostizieren. Das hängt von der Laune der Märkte ab und auch davon, wie lange Mario Draghi seine Geldpolitik fortsetzt. Aber die Blase wird platzen. Die japanische Blase, die Dotcom-Blase, der US-Hypothekenmarktboom und die Euphorie in den südeuropäischen Ländern vor Ausbruch der Krise haben das klar gezeigt.

Welche Herausforderungen stehen dann für Europa an?

Die Frage wird dann lauten: Können wir es uns noch leisten, den Menschen in unserem Land große Opfer abzuverlangen, damit im Süden der Währungsunion dringend notwendige Reformen unterbleiben können? Wenn die etablierten Parteien das Problem nicht thematisieren, dann werden es die extremen Parteien tun. Damit wird sich der Prozess der politischen Polarisierung und Destabilisierung fortsetzen.

Kann man also sagen, dass die derzeitige EZB-Politik zu einer Re-Nationalisierung führt?

Natürlich. Die wachsende Ungleichheit wird von der Politik gerne der Globalisierung oder im Fall von England der Europäischen Union angelastet, um von den eigenen Fehlern abzulenken. Das geschieht, obwohl die Globalisierung und die freien Märkte in der Europäischen Union die Grundlage unseres heute noch hohen Wohlstands sind. Sobald die Schuld den offenen und freien Märkten angelastet wird, leistet man auch nationalistischen Tendenzen Vorschub. „Amerika zuerst“, „Frankreich zuerst“, „ein unabhängiges Katalonien“ und vielleicht schon bald ein „freies Bayern“ ... Wie es auch immer formuliert wird, politischer und wirtschaftlicher Nationalismus sind stark miteinander verbunden.

Was bedeutet das für den Wohlstand in Europa?

Dann werden wie in den 1930er-Jahren Handelshemmnisse und Kapitalverkehrskontrollen aufgebaut werden, was die Produktivität und damit unseren Wohlstand noch weiter unterhöhlen wird. Die Frustration der Menschen wird dann weiter wachsen und die politische Polarisierung wird sich beschleunigen. Man sollte diesem von der Geldpolitik verursachten Prozess besser heute als morgen ein Ende setzen. Ich sehe jeden Bürger in der Pflicht, diese Erwartung gegenüber den politischen Entscheidungsträgern klar zum Ausdruck zu bringen.

Interview: Peter Kuleša und Marius Mühlhausen

Dr. Gunther Schnabl

ist Professor für Wirtschaftspolitik und Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Leipzig. Dort leitet er auch das Institut für Wirtschaftspolitik. Vor seiner Berufung an die Universität Leipzig war er als Advisor bei der Europäischen Zentralbank tätig.

E-Mail: schnabl@wifa.uni-leipzig.de