

Europa und der Euro – ein Währungsraum mit Zukunft?

Yves Mersch

Präsident der Banque centrale du Luxembourg
Mitglied im Rat der Europäischen Zentralbank

SENDESPERRFRIST
23. Oktober 2012, 12:30 Uhr

Podiumsvortrag beim 6. Deutschen Maschinenbaugipfel
23. Oktober 2012, 12:30 Uhr

- Es gilt das gesprochene Wort -

Sehr geehrter Herr Minister Dr. Schäuble,
Sehr geehrter Herr VDMA-Präsident Dr. Lindner,
meine sehr verehrten Damen und Herren,

eigentlich sollte es für einen europäischen Notenbanker die reinste Erholung sein, auf dem Deutschen Maschinenbaugipfel sprechen zu dürfen. Während große Teile der Eurozone sowie zahlreiche Sektoren mit den Belastungen der Finanz- und Wirtschaftskrise zu kämpfen haben, repräsentiert diese Tagung eine kraftstrotzende Branche in der stärksten Volkswirtschaft des Kontinents.

Reine Wellness-Aufenthalte in Berlin sind allerdings für Notenbanker bekanntlich gefährlich. Als ich die Einladung des Verbands Deutscher Maschinen- und Anlagenbau, VDMA, angenommen habe, war ich mir sehr wohl im Klaren darüber, dass die kritische Haltung der Bundesbank zu den Krisenmaßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) in weiten Teilen der deutschen Bevölkerung Unsicherheit und Verwirrung hervorruft.

Hinzu kommt, dass die führenden wirtschaftswissenschaftlichen Forschungsinstitute aus Deutschland in ihrem Herbstgutachten davor gewarnt haben, „dass die Inflation mittelfristig steigt“. Selbst wenn ich diese Prognose für ungerechtfertigt halte und sie nur eine Mindermeinung innerhalb der Gruppe der Forschungsinstitute darstellt, erachte ich es als meine Pflicht als Mitglied des EZB-Rates, mich dieser Kritik zu stellen. Nicht, um zu beschwichtigen, sondern um aufzuklären, als jemand, der sich immer ohne Wenn und Aber dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet gefühlt hat – und das auch zukünftig tun wird.

Im Sommer drohte die Staatsschuldenkrise – erneut – zu eskalieren. Das Szenario zersplitterter Finanzmärkte in der Eurozone stand im Raum. Die stetige Integration der Kapitalmärkte, die wir seit der Einführung des Euro gesehen haben, war akut bedroht.

Diese Bedrohung war abzulesen an den zunehmend unterschiedlichen Kosten der Kreditaufnahme im Eurowährungsraum. Die Kosten eines Kredits für eine Firma durchschnittlicher Größe und Bonität in einem südeuropäischen Land lagen bei gleicher Laufzeit mitunter über vier Prozentpunkte über denen einer vergleichbaren deutschen Firma.

Die Fremdkapitalkosten für die Realwirtschaft spiegelten nicht mehr das individuelle Ausfallrisiko der Kreditnehmer wider. Vielmehr waren sie geprägt durch kalkulatorische Wechselkursaufschläge für den fiktiven Fall eines Auseinanderbrechens der Währungsunion.

In einem bankbasierten Wirtschaftssystem wie Kontinentaleuropa kommt dem Kredit eine fundamentale Rolle bei der Umsetzung der Geldpolitik zu. Siebzig Prozent der externen Finanzierung der Unternehmen im Euroraum läuft über den Bankkredit. Bei kleinen Unternehmen ist diese Quote noch höher, nicht zuletzt, weil kleinen und mittleren Unternehmen der Zugang zum Kapitalmarkt versperrt ist.

Außerdem spielen die Märkte für Staatsanleihen im Euroraum, die seit Monaten von schweren Verwerfungen geprägt waren, eine Schlüsselrolle auf den verschiedenen Stufen des sogenannten Transmissionsmechanismus. Der Transmissionsmechanismus ist ein komplexes Räderwerk, über das die geldpolitischen Impulse der Zentralbank an die Realwirtschaft weitergeleitet werden.

Wenn in diesem Uhrwerk ein zentrales Zahnrad blockiert ist, kann auch die einheitliche Geldpolitik für den Euroraum nicht mehr richtig funktionieren.

Die Fähigkeit der EZB, Preisstabilität im Euroraum zu gewährleisten, war bedroht. Die Gefahr, dass eine deflationäre Abwärtsspirale ausgelöst würde, hatte zugenommen in Ländern, die sich in einer Rezession befanden und sich zudem hohen und steigenden Zinsen ausgesetzt sahen.

Preisstabilität ist nach der Definition der EZB symmetrisch zu verstehen: Deflation gilt es ebenso zu vermeiden wie eine Inflationsrate, die mittelfristig oberhalb von zwei Prozent liegt. Übrigens geht dieser symmetrische Ansatz auf meinen langjährigen Weggefährten Otmar Issing zurück, der seinerzeit im EZB-Direktorium die Bereiche Volkswirtschaft und Research leitete.

In dieser Situation hat sich der EZB-Rat dazu entschlossen, zu handeln und legte am 6. September die Bedingungen für geldpolitische Outright-Geschäfte (Outright Monetary Transactions – OMTs) an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen im Eurogebiet fest. Die OMTs bieten ein gewaltiges Bollwerk gegen die zerstörerischen Szenarien, die mitunter an den Finanzmärkten gespielt wurden und die letztlich die Preisstabilität in der Eurozone gefährden könnten.

Zugleich sind die OMTs weder in ihrer Zielsetzung noch ihrer Gestaltung mit dem „Securities Markets Program, SMP“ vergleichbar. Die einzige Parallele ist, dass beide Programme nicht auf Dauer angelegt sind. Auch die OMTs sind Teil unserer unkonventionellen geldpolitischen Krisenmaßnahmen – und damit zeitlich begrenzt. Sie kaufen Zeit, in der die erforderlichen Reformen und Anpassungen in den Mitgliedsländern durchgeführt werden können.

Niemand weiß, was genau passiert wäre, wenn der EZB-Rat nicht seine Bereitschaft zum Handeln signalisiert hätte. Niemand kennt den „Alternativen Verlauf der Geschichte“. Aber all unsere Analysen deuteten daraufhin, dass konsequente Passivität dramatische Folgen gehabt hätte. Das Restrisiko oder

Tail Risk einer Desintegration des gemeinsamen Währungsraumes war nicht zu leugnen.

Es gibt eine ganze Reihe anderer Beispiele sogenannter „Virtueller Geschichte“. Diese stellen sich die Frage nach dem „Was wäre gewesen, wenn...“ im historischen Verlauf. Der Publizist Nassim Taleb¹ liefert hierfür ein eindrucksvolles Beispiel:

Stellen Sie sich vor, ein fiktiver Gesetzgeber hätte am 10. September 2001 ein Gesetz erlassen und unmittelbar umgesetzt, das kugelsichere Glasscheiben in den Pilotenkabinen vorgeschrieben hätte. Die Terroranschläge vom 11. September mittels der gekaperten Flugzeuge hätten nicht stattfinden können, da es den Entführern nicht möglich gewesen wäre, die Piloten mit Waffengewalt zu überwältigen. Zugleich wäre dem Gesetzgeber aber auch nie der Beweis gelungen, dass er die richtige Entscheidung gefällt hatte. Denn es hätte ja nie jemand erfahren, welche Tragödie verhindert wurde. Denn den alternativen Verlauf der Geschichte kennt niemand. Wahrscheinlicher ist, dass es Beschwerden dahingehend gegeben hätte, dass die zusätzlichen Sicherheitsvorkehrungen auf Kosten des Komforts gingen.

Die Ankündigung der EZB, OMTs durchführen zu können, hat zu einer Beruhigung an den Finanzmärkten geführt und das Vertrauen der Anleger zurückgebracht – übrigens ohne, dass bislang entsprechende Geschäfte effektiv ausgeführt worden wären.

Die Akzeptanz von Staatsschuldverschreibungen und sonstigen Schuldtiteln der öffentlichen Hand als Pfand bei geldpolitischen Kreditgeschäften ist seit Beginn der Währungsunion gang und gäbe. Dennoch gab und gibt es mit Blick auf die OMTs zahlreiche kritische Stimmen und Vorwürfe, vor allem in Deutschland. Lassen Sie mich im Folgenden auf einige der Kritikpunkte eingehen, die ich für durchaus legitim halte. Wer handelt, geht Risiken ein. Diese dürfen nicht verschwiegen oder wegdiskutiert werden, sondern müssen erkannt, benannt und gemeistert werden.

Der EZB-Rat hat bei der Ausgestaltung des OMT eine ganze Reihe von Absicherungen vorgesehen, um die Risiken zu minimieren. Diese sind juristischer, politökonomischer und operativer Natur.

1. **Juristisch** unterliegen die OMT den Beschränkungen des Mandats der EZB. Das primäre Mandat, das der EZB durch den Vertrag von Maastricht erteilt wurde, verpflichtet zur Sicherung der Preisstabilität. Dieser Auftrag ist quasi in Stein gemeißelt. Er darf nicht verletzt werden. Entsprechend werden OMTs nur dann und in dem Maß eingesetzt, wie dies erforderlich

¹ Siehe Nassim Nicholas Taleb: Der schwarze Schwan: Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse. Hanser Wirtschaft 2008.

ist, um Preisstabilität zu erreichen.

Darüber hinaus muss sich die EZB bei Marktoperationen strikt an das Verbot der „monetären Finanzierung“ halten. Das Konzept der OMT trägt diesem Verbot Rechnung, indem es nur auf den Sekundärmarkt für Staatsanleihen zielt; der Primärmarkt ist und bleibt tabu.

Sekundärmarktinterventionen, also Käufe bei nicht-öffentlichen Anlegern, für geldpolitische Zwecke sind jedoch in unseren Statuten ausdrücklich erlaubt und vorgesehen. Diese Käufe am Sekundärmarkt dürfen aber nicht dazu dienen, das Primärmarkt-Tabu zu umgehen. Diese Bedingungen sind durch die klare geldpolitische Zielsetzung, die autonome Entscheidung über die Durchführung durch die Zentralbank sowie die Bedingung von einzuhaltender Haushaltsdisziplin erfüllt.

2. **Politökonomisch** wurde ein besonderes Augenmerk darauf gelegt, sicherzustellen, dass dieses geldpolitische Instrument nicht die Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten schwächt. OMTs kommen deshalb nur in Frage für Länder, die noch Zugang zum Markt haben, und wenn strikte und effektive Bedingungen eines Programms der europäischen Rettungsschirme (EFSF oder ESM) auferlegt und permanent befolgt werden. Das ist eine notwendige Bedingung. Diese Konditionalität stellt sicher, dass die OMTs nicht als Ersatz für Budgetdisziplin ausgenutzt werden. Die Konditionalität ist daher nicht als eine Annäherung der Geld- an die Fiskalpolitik zu verstehen, sondern stellt die klare Trennung sicher. Sie verhindert, dass sich das Risiko materialisiert, dass die Fiskalpolitik über die Geldpolitik dominiert. Ich persönlich würde mir auch die Einbindung des Internationalen Währungsfonds wünschen. Darüber hinaus entscheidet allein der EZB-Rat – stets innerhalb seines geldpolitischen Mandats – über die Aufnahme, Fortsetzung und Einstellung der geldpolitischen Käufe.
3. **Operativ** sind eine Reihe Vorkehrungen getroffen worden, damit die geldpolitischen Outright-Geschäfte weder in der kurzen noch mittleren Frist, Inflation generieren. Drei möchte ich beispielhaft nennen:
Erstens wird die durch die OMTs geschaffene Liquidität voll und ganz neutralisiert oder „sterilisiert“, wie wir Notenbankler sagen. Diese Abschöpfung stellt sicher, dass es zu keinem zusätzlichen Geldangebot kommt.
Zweitens setzen die Interventionen am kürzeren Ende der Zinsstrukturkurve an, konkret bei Staatsanleihen mit einer (Rest-) Laufzeit von ein bis drei Jahren. So wird sichergestellt, dass die EZB über den geldpolitisch relevanten Horizont stets die Kontrolle über die entlang der OMTs geschaffene Liquidität behält.
Drittens gibt es zwar keine quantitativen Festlegungen im Vorhinein auf die Volumina der OMTs. Beim operativen Design wurde jedoch das Risikomanagement nicht aus den Augen verloren.

So wie es erforderlich ist, die verstopften Kanäle der einheitlichen Geldpolitik für den gesamten Euroraum zu reinigen, muss den gestiegenen Risiken der geldpolitischen Operationen entlang einheitlicher Linien Rechnung getragen werden. Im Verlauf der Krise haben wir das Verzeichnis der Sicherheiten, die Banken als Pfand gegen Zentralbankgeld einreichen können, deutlich ausgeweitet, um den Fluss an Bankkrediten nicht versiegen zu lassen.

Die damit zwangsläufig gestiegenen Risiken werden durch eine Reihe von Sicherungsmaßnahmen wie Abschlägen bei der Bewertung eingedämmt. Ende des vergangenen Jahres beschloss der EZB-Rat außerdem, vorübergehend zusätzliche Kreditforderungen als Sicherheiten zu akzeptieren, die nur auf nationaler Ebene als notenbankfähig eingestuft werden. Zwar werden die Verlustrisiken dieser Operationen nicht im Eurosystem geteilt, sondern von den jeweiligen nationalen Zentralbanken allein getragen. Eine derart dezentralisierte Form der Geldschöpfung ist aber kein zukunftssträchtiger Weg, sondern eher ein Spiegelbild der Krise. Diese Maßnahmen gilt es genau zu überwachen, auch wenn sie strikten Kriterien, Kontrollen und Volumenbeschränkungen unterliegen.

Nach der Ankündigung der EZB, unter bestimmten Bedingungen an den Sekundärmärkten für europäische Staatsanleihen einzugreifen, ist fast schon beängstigende Ruhe an den lange Zeit febrilen Märkten eingekehrt. Aber diese Ruhe könnte trügerisch sein.

Zwar ist die Blutung gestillt. Der Patient ist aber noch nicht über den Berg. Und es wäre fatal, jetzt in den sonstigen Stabilisierungsmaßnahmen nachzulassen.

Im Gegenteil: Das Engagement und der Eifer aus den akuten Krisenzeiten dürfen jetzt nicht nachlassen.

Das heißt, die Regierungen müssen am Kurs der Haushaltskonsolidierung festhalten, um auf einen nachhaltigen fiskalischen Pfad zurückzukehren. Zugleich müssen Strukturreformen auf den Weg gebracht werden, um neue Wachstumskräfte frei zu setzen und Arbeitsplätze zu schaffen.

Auch die institutionelle Weiterentwicklung muss mit Verve fortgesetzt werden. Dazu zählt nicht zuletzt, dass wir in dem Ehrgeiz, zügig eine echte europäische Bankenunion aufzubauen, nicht nachlassen. Sie ist ein Meilenstein auf dem weiteren Weg in Richtung fiskalischer und politischer Union.

Ich bin aber überzeugt, dass Europa und der Euro auf diesem Weg weiter schreiten und gestärkt aus der Krise hervorgehen werden, zum Nutzen all seiner Bürger.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.