

## Die Flucht der Reichen

Was passiert, wenn die Notenbank ein „Zeitfenster“ öffnet? Ökonomen streiten über die Hilfspolitik für das marode Griechenland. Von Frank Westermann

Hans-Werner Sinn, der Präsident des Ifo-Instituts, hat den Auftakt gemacht. Er warf der Europäischen Zentralbank (EZB) vor, sie betreibe mit ihrer Unterstützung griechischer Banken „Konkursverschleppung“ (SZ vom 10.2.). Für den Bonner Ökonom Martin Hellwig grenzt das an „Verleumdung“, schließlich seien die griechischen Banken solvent. Hellwigs eigene Ausführungen (SZ vom 23.2.) sind aber nicht sehr überzeugend, da er selbst vor wenigen Monaten noch in einem Interview sagte, bei einer realistischen Betrachtung sei ein erheblicher Teil der Banken in Europa insolvent. Warum sollten dann gerade die griechischen Banken solvent sein?

Vielleicht meint er, dass sie besonders profitabel sein sollten, weil sie sich zum Zins von fast null bei der EZB Refinanzierungskredite beschaffen und diese für die in Europa höchste Risikoprämie an den griechischen Staat weiterverleihen – teils direkt, teils durch den Kauf von Staatspapieren. Auf der einen Seite steht also ein Staat, den der eigene Finanzminister als „insolvent“ bezeichnet, und auf der anderen die billigste Geldquelle in ganz Europa, die EZB. Die griechischen Banken stehen dazwischen und verdienen gut daran.

Hellwig argumentiert, bei erfolgreichen Verhandlung mit der Euro-Gruppe wären diese Forderungen gegen den griechischen Staat sogar sicher. Dies als Zeichen

für die Solvenz griechischer Banken oder als eine „reine Liquiditätskrise“ zu werten, grenzt jedoch an Tautologie: Weil der Staat von der Euro-Gruppe und dem Rettungsfonds ESM gerettet wird, sind die Banken solvent; und weil sie solvent sind, muss auch die EZB weiter mit ELA-Notkrediten retten. Der Steuerzahler kann sich am Ende also nur aussuchen, ob er als Anteilseigner der EZB oder als Teilhaber des ESM die absehbaren Verluste übernimmt.

Hellwig weist zu Recht darauf hin, dass Rettungsaktionen und Notenbankhilfen auch positive Aspekte haben. Das gilt insbesondere dann, wenn die Banken Investitionen finanzieren und so das Wachstum fördern. Trotz aller Kritik kann man die Rettung spanischer und irischer Banken durchaus rechtfertigen. Das Argument ist aber weniger überzeugend im fortgeschrittenen Stadium einer Krise, oder wenn Banken Konsum- oder Staatsausgaben finanzieren, wie es in Griechenland der Fall ist.

Der historische Vergleich mit Deutschland in der Zwischenkriegszeit überzeugt

jedenfalls nicht. Immerhin hatte der Kauf von Staatspapieren durch die Reichsbank am Ende des Ersten Weltkriegs eine Währungskrise mit einer Hyperinflation in Deutschland zur Folge. Während die Inhaber von Krieganleihen gerettet wurden, trugen die Steuerzahler die Verluste.

Hellwig verweist zudem auf Lateinamerika. Doch auch aus der dortigen Krise müsste man ganz andere Schlüsse ziehen: Aaron Tornell, Jeffrey Sachs und Andres Velasco zeigen in einem einflussreichen Artikel in der Fachzeitschrift *Economic Policy*, wie die Zentralbank Mexikos versuchte, einen Zusammenbruch des mit dem Dollar bestehenden Festkurssystems zu verhindern. Sie öffnete 1993/94 ein „Zeitfenster für Reformen“, indem sie den Zentralbankkredit um insgesamt 500 Prozent erhöhte. Ihre Hoffnung war, dass die Banken mit dem Geld Investitionen finanzieren und die Wirtschaft so wieder in Gang bringen.

Leider wurde dieses Zeitfenster jedoch vor allem für eine gigantische Kapitalflucht genutzt. Die Investoren tauschten

die frisch gedruckten Pesos bei der Zentralbank in Dollar ein und verließen das Land. Der Steuerzahler verlor auf diese Weise sein Vermögen an Währungsreserven bei der Notenbank. Auch musste er noch jahrelang die Kredite an den IWF zurückzahlen, mit dessen Hilfe die insolventen Banken am Ende gerettet wurden. Die Autoren der Studie weisen nach, dass die Schäden für die Steuerzahler hätten vermieden werden können, wenn die Notenbank ihre expansive Rettungspolitik früher eingestellt hätte.

In Griechenland ist das heute genauso. Da die EZB den Banken in enormem Umfang Notkredite (ELA) zur Verfügung stellt, gelingt es den Reichen, ihr Vermögen außer Landes zu bringen, und internationalen Investoren, ihr Kapital abzuziehen. Die EZB tauscht das griechische Fluchtkapital gegen ausländische Depositen ein und baut Verbindlichkeiten gegen den Rest des Euro-Systems auf, die durch die sogenannten Target-Salden gemessen werden. Im Falle Mexikos gelang es den flüchtigen Privatleuten, ihr mexikanisches Vermögen in

ausländisches Immobilien- und Wertpapiervermögen zu verwandeln und so vor dem Wertverlust durch Aufgabe des Festkurssystems zu sichern, doch im Ausgleich wurde die Notenbank immer ärmer, weil sie ihr Devisenvermögen in Peso-Forderungen gegen die heimischen Banken eintauschte. Im Falle Griechenlands könnte es ganz ähnlich kommen, sollte das Land den Euro-Raum verlassen.

Reiche Griechen erwarben in letzter Zeit Immobilien in Berlin oder London und kauften sich internationale Wertpapierportfolios zusammen, während die griechische Notenbank immense Euro-Schulden beim Rest des Euro-Systems aufbaute und Forderungen gegen die griechischen Banken erwarb, die in Drachme umgewandelt würden. Der feine Unterschied ist nur, dass Griechenland den Staatskonkurs erklären und die Schulden abschreiben kann, während die mexikanische Notenbank ihr Devisenvermögen unwiederbringlich verlor. Während also in Mexiko die eigenen Steuerzahler belastet wurden, werden es in Europa die Steuerzahler der anderen Euro-Länder sein, die den flüchtigen Kapitalanlegern die ausländischen Immobilien und Wertpapiere schenken.

Hans-Werner Sinn war Herausgeber der Zeitschrift *Economic Policy*, in der die Mexiko-Studie erschien. Ende der 1990er-Jahre lud er Rudi Dornbusch – den Nestor der monetären Außenwirtschaftstheorie –

nach München ein, um eine Vorlesung zu den Lehren aus den Finanzkrisen der Schwellenländer zu halten. Leider verstarb Dornbusch kurz darauf und konnte seine Rede nicht wie geplant in der MIT-Buchreihe publizieren. Sinn ließ jedoch eine Mitschrift dieser Vorlesung erstellen und zirkulierte diese dann in der Ifo-Schriftenreihe. Aus heutiger Sicht handelt es sich dabei um ein wichtiges Dokument.

Im Rahmen der Münchner Veranstaltung hatte Dornbusch darauf hingewiesen, dass es zwischen den Krisen der Schwellen- und Industrieländer kaum einen Unterschied gibt. Letztlich laufen dort die gleichen Mechanismen ab, und es kommen die gleichen Ergebnisse zustande. Allerdings dauert es in den Industrieländern länger, bis die Folgen falscher Politik zutage treten. Denn, so Dornbusch, „in einem sehr reichen Land kann man sehr schlechte Politik für sehr, sehr lange Zeit durchhalten.“



Frank Westermann ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Osnabrück und Leiter des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung. 2004 habilitierte er bei Hans-Werner Sinn in München. Foto: OH