

DEBATTE ÜBER DEN EZB-KURS

Wenn aus Worten Taten werden

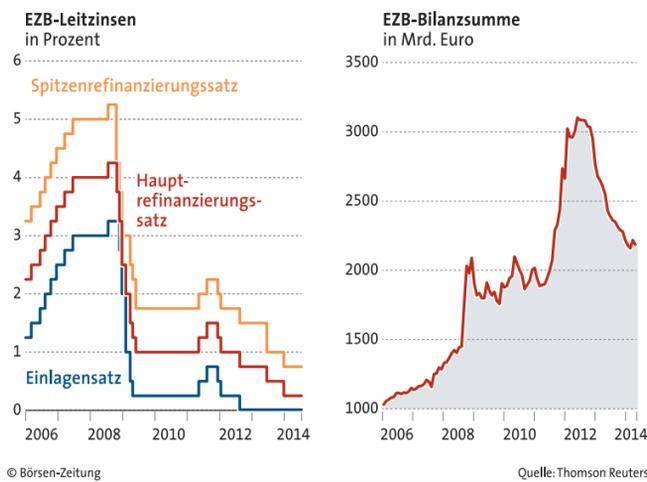
Notenbanker bereiten Maßnahmenbündel gegen niedrige Inflation vor – Negativer Einlagezins könnte Euro schwächen – Diskussion über neue Liquiditätshilfen

Von Mark Schrörs, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 21.5.2014 „Der EZB-Rat fühlt sich wohl damit, beim nächsten Mal zu handeln.“ Seit Notenbankchef Mario Draghi nach der Sitzung Anfang Mai diesen Satz gesagt hat, scheint klar, dass die Europäische Zentralbank (EZB) am 5. Juni ihre Geldpolitik erneut lockert. Zwar beschwichtigen einige Notenbanker, es sei noch nichts entschieden. Aber eine Flut von Kommentaren anderer Notenbanker – darunter EZB-Chefvolkswirt Peter Praet und Direktoriumsmitglied Yves Mersch – hat die von Draghi bewusst geschürten Erwartungen noch verstärkt. Der EZB-Rat sorgt sich vor allem um die niedrige Inflation. Der Rat sei „unzufrieden“ mit dem projizierten Inflationspfad, sagte Draghi Anfang Mai. Im April lag die Teuerung bei 0,7%. Die EZB strebt knapp 2% an. Sie fürchtet weiter offiziell keine De-

flation. Sie sorgt sich aber offenkundig zunehmend, dass die Inflationserwartungen sinken und eine Abwärts Spirale einsetzt. Auch die längerfristigen Erwartungen haben zuletzt etwas nachgegeben, auch wenn bislang noch nicht dramatisch. Verstärkt für Diskussionen sorgt auch der Euro. Nach den EZB-Aussagen hat er zwar von knapp 1,40 Dollar auf rund 1,37 Dollar abgewertet. Manchen ist das aber noch zu hoch. Grund für die Stärke sind aber auch Kapitalzuflüsse, die zugleich die Finanzierungskosten vor allem in den Peripherieländern senken. Einige Notenbanker sind zudem stärker als bislang besorgt über eine Kreditklemme, wenn der Aufschwung anzieht – weil es vielen Banken nicht gut geht. Wie aber geht es weiter? Vor allem Aussagen von Praet und Mersch haben den bereits von Draghi geschürten Eindruck bestärkt, dass es Anfang Juni um ein ganzes Maßnah-

Im Krisenmodus



menbündel geht. „Wir bereiten eine Reihe von Dingen vor“, sagte Praet. Dazu gehört eine Senkung des Leitzinses auf aktuell 0,25%. Einen großen Effekt hätte das aber kaum noch. Deswegen erwägt die EZB, zugleich den Einlagezins unter 0% zu senken. Banken, die überschüssiges Geld bei der EZB parken, statt es zu verleihen, müssten also eine Art Strafgebühr zahlen. Die Hoffnung ist, dass die Kreditvergabe ankurbelt und den Euro schwächt. Lange war die Skepsis im EZB-Rat über diese Maßnahme groß, und es gibt weiter Bedenken wegen der Risiken und der unklaren Konsequenzen. Die Bereitschaft im Rat, dieses „Neuland“ zu betreten, hat aber zugenommen – auch, weil es nahe an der klassischen Zinspolitik ist. Die große Frage für Juni scheint nun, ob und was die EZB noch auf die Zinssenkungen draufpackt. Im Rat diskutiert werden etwa neue Li-

iquiditätshilfen für Banken, womöglich gekoppelt an das Kreditvergabeverhalten. Die EZB muss aber auch aufpassen, dass sie nicht zu sehr Wirtschaftspolitik betreibt und es wieder Debatten um ihr Mandat gibt. Eine andere Option ist der Kauf von Wertpapieren. Die EZB könnte den Banken etwa Kreditverbriefungen abkaufen. Der Markt ist aber aktuell klein und einige Notenbanker fürchten die Kreditrisiken auf der EZB-Bilanz. Zudem könnte ein fader Beigeschmack entstehen, wenn die EZB als künftige Bankenaufsicht den Instituten erst mal Risiken abnimmt. Der groß angelegte Kauf von Staatsanleihen dagegen steht offenbar derzeit nicht sehr hoch auf der Agenda im EZB-Rat – auch wegen der Debatte um das Staatsanleihekaufprogramm OMT, das die Gerichte beschäftigt. Damit es dazu kommt, müsste sich wohl der Inflationsausblick erheblich verschlechtern.



Lorenzo Bini Smaghi, Ex-EZB-Direktoriumsmitglied



Volker Wieland, Wirtschaftsweiser



Jürgen Stark, Ex-EZB-Chefvolkswirt



Joachim Fels, Chefvolkswirt Morgan Stanley



William White, Ex-Chefökonom der BIZ

Die EZB hat recht klar eine weitere Lockerung für Juni in Aussicht gestellt. Finden Sie es richtig, dass die EZB nun zur Tat schreiten will? Wie schätzen Sie die Diskussion über Deflation und „Low-flation“, also eine sehr niedrige Teuerung, im Euroraum ein?

Die aktuellen und prognostizierten Daten legen nahe, dass wir nicht in Einklang mit Preisstabilität im Euroraum sind, und das ist ein Risiko für die gesamte Volkswirtschaft. Preisstabilität ist die Hauptverantwortung der EZB, deshalb muss die EZB handeln, so, wie sie es tun würde, wenn die Inflation zu hoch wäre, „Low-flation“ oder Deflation hat es in Japan gegeben. Es erschwert den Schuldenabbau, der nötig ist in Europa, und untergräbt den Anpassungsprozess.

Präsident Draghi hat nach der Mai-Sitzung signalisiert, dass im Juni eine weitere Lockerung folgen könnte. Dabei hat er betont, die neue Inflations- und Wachstumsprognose des EZB-Stabs abwarten zu wollen. Gemessen an der historischen Reaktion der EZB-Zinspolitik auf Prognosen externer Experten, ist der Leitzins von 25 Basispunkten jedoch bereits recht niedrig. Angesichts der höheren Inflationserwartungen ist die reale Verzinsung negativ. Eine weitere Zinssenkung wäre deshalb nicht zwingend.

Die Frage ist ja immer: Welches Problem soll angegangen werden und welche Instrumente sind dafür geeignet? Eine sehr niedrige Inflationsrate ist angesichts der schwachen wirtschaftlichen Erholung normal. Die Deflationsdiskussion ist deshalb völlig überzogen und irreführend. Warum wird nicht offensiv kommuniziert, dass wir Preisstabilität haben? Sie stärkt die Kaufkraft der Haushalte und letztlich den privaten Verbrauch. Es gibt derzeit keinen geldpolitischen Handlungsbedarf!

Eine weitere Lockerung der Geldpolitik ist längst überfällig. Die EZB hat versprochen, für Preisstabilität zu sorgen und definiert dies als eine Inflationsrate von knapp 2% auf mittlere Sicht im Euroraum insgesamt. Die Volkswirte der EZB prognostizierten aber schon im März eine deutliche Zielunterschreitung bis Ende 2016. Dadurch entsteht der fatale Eindruck, dass die EZB ihre eigene Zielvorgabe nicht mehr ernst nimmt.

Ich bin nicht völlig überzeugt, dass eine weitere Lockerung klug wäre. Entscheidend ist die Quelle von Deflation. Sinkende Preise können über steigende Realeinkommen sogar zu zusätzlichen Ausgaben führen. Zudem: Wenn Teile des Transmissionsmechanismus gestört sind, hilft eine weitere Lockerung womöglich gar nicht, birgt aber trotzdem erhebliche Risiken. Es wäre besser, sich darauf zu fokussieren, die Störungen zu beseitigen. Insolvenzprobleme können nicht mit noch mehr Liquidität gelöst werden.

Die EZB befürchtet vor allem ein Absacken der Inflationserwartungen: Wie groß schätzen Sie die Gefahr ein, dass das Vertrauen in die EZB durch eine anhaltend unter dem Zielwert liegende Inflation Schaden nehmen könnte?

Wenn die EZB ihr Ziel nicht erreicht, wird sie Glaubwürdigkeit und am Ende auch ihre Unabhängigkeit verlieren. Das ist das, was in Japan passiert ist. Am Ende wären die politischen Entscheidungsträger womöglich frustriert. Sie könnten argumentieren, dass die EZB so sehr daran hängt, ein Ziel zu haben und unabhängig zu sein, dass sie aber nicht in der Lage ist, ihren Job zu erfüllen. Das wäre letzten Endes sehr negativ für den Euro.

Die niedrige Inflation folgt aus dem Rückgang der Energiepreise. Draghi hat zuletzt wieder betont, dass die Energiepreise 80% des Rückgangs der Inflationsrate seit 2012 verursacht haben. Die Glaubwürdigkeit der EZB ist dadurch nicht gefährdet. Zweck ihrer mittelfristigen Strategie ist gerade, nicht auf kurzfristige Schwankungen in den Energiepreisen zu reagieren. Der Ukraine-Russland-Konflikt kann sie auch schnell wieder nach oben treiben.

Nur kurzfristig zeigt sich ein leichter Rückgang der Inflationserwartungen, nicht dagegen in der mittleren Frist und das ist entscheidend. Die Glaubwürdigkeit der EZB nimmt allerdings bereits Schaden, weil sie selbst die Deflationsdebatte mit befördert. Die öffentliche Diskussion wird so geführt, als habe die EZB ein kurzfristiges Inflationsziel. Dem hält die EZB nicht entgegen, dass ihre Politik mittelfristig ausgerichtet ist.

Die Gefahr ist groß. Je länger die Preisentwicklung unter dem Zielpfad liegt, desto wahrscheinlicher wird es, dass auch die längerfristigen Inflationserwartungen absacken. Das schadet der Glaubwürdigkeit, weil viele Haushalte und Unternehmen Verträge eingegangen sind, denen die versprochene Preisentwicklung zugrunde liegt. Ist das Vertrauen erst einmal verloren, kann es nur mit drastischen Maßnahmen wiedergewonnen werden – siehe Japan.

Die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank hängt größtenteils davon ab, dass sie liefert, was sie verspricht. Die Bilanz der EZB hinsichtlich der Inflation ist allerdings sehr gut und sie wird ihre Reputation nicht so schnell verlieren. Hinzu kommt: Selbst wenn die Menschen in Europa weiter sinkende Preise erwarten sollten, ist es überhaupt nicht klar, dass sie ihre Ausgaben hinauschieben würden. In Japan zum Beispiel gibt es keinen Beleg, dass das passiert ist.

Kopferbrechen bereitet die EZB zunehmend auch die Stärke des Euro. Glauben Sie, dass die EZB den Wechselkurs nachhaltig drücken kann? Und sollte die EZB sich gegen die Euro-Stärke stemmen?

Der Wechselkurs ist ein entscheidender Faktor für die Preisstabilität. Wenn der Euro zu stark ist, fallen die Preise in der Tendenz. Der Außenwert des Euro spiegelt viele Faktoren wieder, inklusive des Handelsüberschusses, aber auch die Tatsache, dass die Zinsen im Euroraum höher sind als in den USA, während die Euro-Wirtschaft schwächer ist. Der starke Euro signalisiert, dass die Geldpolitik in Europa relativ straffer ist und diese deswegen gelockert werden sollte.

Die EZB sollte sich nicht gegen den Wechselkurs stemmen, sondern auf die inländische Preisstabilität konzentrieren. Insoweit eine anhaltende Aufwertung die Konjunktur und Inflation in der Eurozone merklich beeinflusst, fließt sie in die mittelfristige Prognose der EZB ein. Rührt sie von Kapitalzuflüssen in die Anleihemärkte der Euro-Krisenländer her, so hat sie wiederum auch eine positive, wachstumsfördernde Seite. So bleiben die Risikoprämien niedrig.

Relevant ist der Wechselkurs für eine Zentralbank nur hinsichtlich der Wirkung auf die Preisentwicklung. Die niedrige Inflationsrate hat aber andere Ursachen. Der derzeitige Euro-Wechselkurs ist von Kapitalzuflüssen getrieben. Wegen der globalen Liquiditätsschwemme schwappt Kapital von einer Region in die andere, zuerst in viele Schwellenländer, jetzt ins Eurogebiet. Auch hier sollte man nicht dramatisieren, sondern durch das derzeitige Wechselkurshoch hindurchschauen.

Der Euro ist aus deshalb so stark, weil die Geldpolitik hier weniger expansiv als die der Fed und der Bank von Japan ist. Die Notenbankgeldmenge schrumpft hierzulande, während sie anderswo steigt, und die Realzinsen sind im Euroraum wegen der niedrigen Inflation relativ hoch, vor allem im Süden. Der starke Euro reflektiert also die zu enge Geldpolitik und die zu niedrige Inflation. Eine Lockerung sollte den Euro deshalb schwächen.

Zunehmende politische Spannungen andernorts, ein steigendes Vertrauen in die Eurozone und ein steigender Leistungsbilanzüberschuss – das alles hat zur Stärke des Euro beigetragen. Auch wenn das besonders den Peripherieländern nicht behagt, gibt es nicht viel, was die EZB tun kann. Interventionen haben nur eine gemischte Erfolgsbilanz und sie würden von den Handelspartnern nicht gerne gesehen. Man kann nur hoffen, dass ein stärkeres Wachstum und höhere Zinsen in den USA den Dollar stützen.

Die EZB ist im Zuge einer Leitzinssenkung auch bereit, den Einlagezins unter 0% abzusenken – ein Novum für eine der großen Zentralbanken. Was halten Sie von dieser Maßnahme? Wo liegen aus Ihrer Sicht Chancen, wo Risiken?

Negative Einlagezinsen würden Banken davon abhalten, ihre Überschussliquidität bei der EZB zu parken statt sie an andere Banken oder die Realwirtschaft zu verleihen. Solch eine Maßnahme würde dazu beitragen, die Fragmentierung des europäischen Finanzsystems zu reduzieren. Die Banken mögen sie vermutlich nicht, aber die Realwirtschaft schon. Sie würde auch kurzfristige Kapitalzuflüsse in den Euroraum dämpfen und damit den Wechselkurs schwächen.

Grundsätzlich kann ein negativer Einlagezins sinnvoll sein, um den Banken, die überschüssige Liquidität bei der Notenbank parken, einen Anreiz zu geben, das Geld an anderen Banken zu leihen, die einen positiven Zins zahlen. Allerdings scheint der Interbankenmarkt bereits wieder in Schwung gekommen zu sein, so dass auch diese Maßnahme aktuell nicht zwingend erscheint.

Ein negativer Einlagezins klingt sehr nach Aktionismus und wäre ein weiterer Schritt in der experimentellen Geldpolitik. Man glaubt, man muss etwas tun, obwohl man von der Wirksamkeit der Maßnahme nicht überzeugt ist. Aber bei jeder neuen Maßnahme muss man einigermaßen Klarheit über deren Wirksamkeit haben und man sollte wissen, wie der Ausstieg erfolgen kann. Bisher gibt es nur wenige Beispiele mit höchst zweifelhaften Ergebnissen.

Außergewöhnliche Umstände – wie die Deflationsgefahr im Euroraum – erfordern außergewöhnliche Maßnahmen. Natürlich wirkt dies wie eine Steuer auf die Überschussreserven und vermindert kurzfristig die Profitabilität der Banken. Aber soll die EZB etwa die Zinsen erhöhen, um den Banken zu helfen? Nein, hier geht es darum, der Öffentlichkeit zu signalisieren, dass die EZB nicht gewillt ist, Deflation zuzulassen.

Den Einlagezins unter 0% zu senken, mag den Euro drücken, aber die inländischen Effekte sind womöglich weniger willkommen. Die Profite der Banken und ihre Fähigkeit, Kapital aufzunehmen, würde weiter beeinträchtigt – just zu einer Zeit, wo das Gegenteil nötig wäre. Hinzu kommt, dass die Möglichkeit der Banken, das an die Sparer weiterzugeben, beschränkt ist. Als Reaktion erhöhen sie womöglich die Kreditzinsen. Das wäre nicht hilfreich.

Ein großes Sorgenkind ist die Kreditvergabe: Sollte die EZB private Wertpapiere wie Kreditverbriefungen aufkaufen, um den Kreditfluss wieder in Gang zu bekommen? Sollte die EZB auch in großem Stil Staatsanleihen kaufen, wenn alles andere nichts bringt?

Es wäre für die EZB weniger riskant, liquide Wertpapiere zu kaufen. Das würde Banken veranlassen, die zusätzliche Liquidität an den Privatsektor auszuleihen oder in private Wertpapiere zu investieren. Das wäre sicherer für die EZB, als Asset Backed Securities (ABS) zu kaufen. Staatsanleihen zu kaufen mag als Staatsfinanzierung betrachtet werden, aber nicht, wenn das am Sekundärmarkt passiert. Das ist ein Standardinstrument der Geldpolitik, das in allen anderen Ländern genutzt wird und in der Vergangenheit auch in Deutschland.

Schwächelnde Banken müssen sich zurzeit für die Bewertung durch die EZB fit machen. Sie werden jetzt kaum auf ein Kaufprogramm der EZB hin stark ihre Kredite ausweiten. Sie müssen zusätzliches Kapital aufnehmen und Verlustrisiken aufdecken. Auf nationaler Ebene sollten fiskalische Mittel bereitgestellt werden, für den Fall, dass Banken restrukturiert oder abgewickelt werden müssten. Ein großangelegtes Kaufprogramm für Staatsanleihen sollte nur in Betracht kommen, wenn sich eine anhaltende Deflation, also fallende Preise über die Eurozone hinweg, zeigt.

Haben wir ein Kreditvergabe Problem im Eurogebiet oder nur in einigen Ländern? Da die Schwierigkeiten regional sind, ist es auch nicht Sache der EZB, sondern der nationalen Regierungen, für Abhilfe zu sorgen. Hier zeigen sich deutlich die Versäumnisse seit 2008. Die Sanierung der Bankensysteme wurde nur zögerlich vorangetrieben. Der nach wie vor hohe Anteil fauler Kredite der Banken u.a. Italiens, Spaniens, Griechenlands und Irlands spricht für sich.

Ja, auch die Ankäufe von privaten oder öffentlichen Wertpapieren gehören bei einer Verstopfung der Kreditflüsse und bei Deflationsgefahren grundsätzlich in den Instrumentenkasten der Notenbank. Wenn selbst der Nullzins nicht ausreicht, die Inflation in Zielnähe zu bringen, und die Banken keine Kredite schöpfen, muss die Notenbank anders tätig werden. Zur Not auch über Ankäufe von Staatsanleihen.

Die EZB hat offenkundig diskutiert, forderungsbesicherte Wertpapiere des Privatsektors zu kaufen, aber die Quantität aktuell verfügbarer Papiere ist relativ gering. Deshalb haben EZB und Bank of England die Regulatorien ermutigt, die Risikogewichte bei Verbriefungen so zu ändern, dass diese unterstützt werden, vor allem bei Krediten an kleine und mittlere Unternehmen (KMU). Staatsanleihen zu kaufen, würde die Bilanz der EZB erhöhen, aber es würde den KMU nicht direkt helfen.

Frankreich strebt nach der Europa-Wahl einen grundlegenden Wandel an, der die EZB-Geldpolitik mehr zu einem Instrument für Wachstum und Arbeitsplätze macht: Wie beurteilen Sie diesen Vorstoß? Besteht die Gefahr, dass die EZB überfordert wird?

Die Unabhängigkeit der EZB ist ein hohes Gut und sollte nicht untergraben werden. Sich auf Preisstabilität als primäres Ziel zu fokussieren ist ein Schutz für die Unabhängigkeit. Das bedeutet aber, dass die EZB alles tun muss, was nötig ist, um ihr Ziel zu erreichen – was auch Nicht-Standardmaßnahmen erfordern mag. All jene, die in den vergangenen fünf Jahren gegen die EZB protestiert haben, lagen falsch. Es ist Zeit, dass sie das einsehen. Das Problem heute ist nicht Inflation, sondern „Low-flation“.

Manche Regierungen fallen immer noch in alte politische Reflexe zurück. Es ist eine Illusion zu glauben, dass die Geldpolitik die tiefgreifenden strukturellen Probleme einiger Volkswirtschaften des Eurogebiets lösen kann. Die strukturellen Schwächen u.a. des Arbeitsmarktes zu beseitigen, liegt eindeutig in der Verantwortung der jeweiligen Regierungen. Die EZB kann nur Zeit kaufen. Aber die ist bisher weder in Italien noch in Frankreich sinnvoll genutzt worden.

Solche Forderungen aus der Politik sehe ich gelassen, denn die EZB ist vorrangig der Preisstabilität nach einem Vertrag verpflichtet, der nur einstimmig von den Mitgliedsländern geändert werden kann – das wird Frankreich nicht gelingen. Allerdings muss sich die EZB über solche Forderungen nicht wundern, wenn sie ihr vorgegebenes Ziel dauerhaft nach unten verfehlt. Wer seine Vorgaben nicht einhält, macht sich halt angreifbar.

Die EZB und viele andere Zentralbanken sind bereits überfordert. Um weltweit zu starkem und nachhaltigem Wachstum zurückzukehren, ist es unerlässlich, dass Regierungen und Wähler sich den Insolvenzthemen, strukturellen Reformen und der Sicherstellung langfristig nachhaltiger Finanzen stellen. Die fundamentale Gefahr ist, dass die Regierungen diese – zugegeben – schwierige Politik nicht umsetzen, weil das „Geldrücken“ eine so angenehme Alternative ist. Aber das wird nicht funktionieren.