EIN JAHR QE DER EZB

Umstrittene Bilanz der Anleihenkäufe in Euroland

Notenbanker werten Kaufprogramm als großen Erfolg – Kritiker zweifeln Notwendigkeit an und sorgen sich um Risiken – EZB steuert auf weitere Lockerung zu

Seit März 2015 kauft die EZB in großem Stil Wertpapiere, vor allem Staatsanleihen. Wie sieht die Bilanz ein Jahr später aus? Welche Hoffnungen haben sich erfüllt, welche nicht? Dazu auch eine Umfrage unter führenden Notenbankexperten.

Von Mark Schrörs, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 1.3.2016

Für EZB-Präsident Mario Draghi ist die Sache klar. Der breit angelegte Kauf von Anleihen durch die Europäische Zentralbank (EZB) seit März 2015 hat sich als „sehr effektiv" erwiesen, betont Draghi derzeit bei nahezu jeder Gelegenheit. Und als eine Mehrheit im EZB-Rat Anfang Dezember 2015 dennoch glaubte, das Programm im Kampf gegen die Mini-Inflation aufstocken zu müssen, betonte er: „Wir machen mehr, weil es wirkt, nicht, weil es gescheitert ist."

Seit März 2015 kauft die EZB im Zuge ihres Quantitative Easing (QE) für rund 60 Mrd. Euro pro Monat Wertpapiere, vor allem Staats- und öffentliche Anleihen. 1,5 Bill. Euro sollen nach aktuellem Stand so bis März 2017 ins System gepumpt werden. Nach rund einem Jahr beläuft sich der Bestand an QE-Papieren auf 771,4 Mrd. Euro (siehe Grafik).

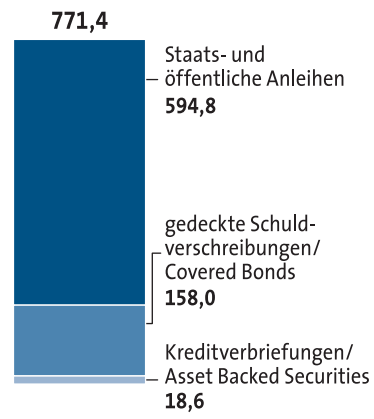
Zur gleichen Zeit aber ist die Inflationsrate im Euroraum nun im Februar sogar wieder unter null gerutscht – auf –0,2%, wie Eurostat gestern vorab schätzte. Die EZB strebt mittelfristig unter, aber nahe 2% an. Und das Wirtschaftswachstum scheint sich etwas abzuschwächen. Ist die EZB mit ihrem QE also doch gescheitert?

Als die EZB vergangenen März die Anleihenkäufe startete, sagten die EZB-Volkswirte auf dieser Basis für 2016 und 2017 ein Wachstum von 1,9% und 2,1% sowie eine Inflation von 1,5% und 1,8% voraus. Wenn die Experten nun am 10. März ihre allerneuesten vierteljährlichen Projektionen vorlegen, werden insbesondere jene für die Teuerung wesentlich niedriger liegen – womöglich nur noch leicht über 0% für 2016 und bei nicht viel mehr als 1% für 2017.

In der Notenbank sind sie dennoch überzeugt, dass QE nicht gescheitert ist. Grund dafür ist vor allem eine „kontrafaktische Prüfung": Die Experten haben eine Vielzahl Modelle durch ihre Rechner laufen lassen und geschaut, was passiert wäre, wenn die EZB seit Sommer 2014 stillgehalten hätte. Das Ergebnis: Ohne die beschlossenen Maßnahmen wäre die Inflationsrate 2015 negativ gewesen – statt 0%. Auch 2016 läge sie 0,5 Prozentpunkte tiefer – und damit womöglich erneut im roten Bereich. Das dürfte umso mehr gelten, wenn die QE-Ausweitung und die Zinssenkung von Anfang Dezember 2015 mit berücksichtigt werden, die in dieser Kalkulation noch nicht enthalten sind. Die Anleihenkäufe werden dabei im Zusammenspiel mit dem negativen Einlagenzins als das wirkungsmächtigste Instrument angesehen.

Die QE-Käufe der EZB

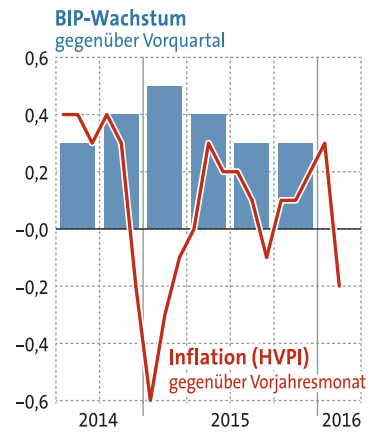
Angaben in Mrd. Euro
(Stand: 26. Februar 2016)



© Börsen-Zeitung Quelle: EZB

Die Lage der Euro-Wirtschaft

Veränderungen in Prozent



© Börsen-Zeitung Quelle: Thomson Reuters

Italiens Notenbankchef Ignazio Visco brachte die Sicht unlängst im Interview der Börsen-Zeitung so auf den Punkt: „Ohne die Lockerungen, ohne die Kaufprogramme wären wir meines Erachtens in einer deflationären Situation geendet." Gemeint ist eine Abwärtsspirale aus sinkenden Preisen und sinkendem Wachstum. Wenn es Probleme gebe, liege das daran, „dass der Gegenwind von Seiten der Weltwirtschaft stärker ist als anfänglich gedacht" (vgl. BZ vom 20. Februar). Gemeint ist primär der Ölpreisverfall sowie die Schwäche Chinas und anderer Schwellenländer.

Als positiv herausgestellt werden in der EZB vor allem die deutlich gesunkenen Kreditzinsen für Unternehmen. Diese hätten auch zu besseren gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen geführt. Laut internen Schätzungen tragen die EZB-Maßnahmen zwischen 2015 und 2017 rund 1 Prozentpunkt zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) bei. Das gilt nicht zuletzt als Ergebnis der starken Euro-Abwertung. Als enttäuschend wird dagegen auch in der EZB die Entwicklung der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen eingeschätzt, die zuletzt wieder stark gesunken sind. Dies schürt intern Sorgen vor einem Verlust der eigenen Glaubwürdigkeit. Alles in allem aber fällt das Fazit der Notenbanker positiv aus.

Diese Einschätzung aber teilen nicht alle. Insbesondere in Deutschland wird QE kritisch bewertet. Dass sich die Wirtschaft nicht belebt hat und die Inflation wieder rückläufig ist, gilt als Indiz, dass das QE der EZB nicht oder zumindest nicht wie erhofft wirkt. Ein Grund sei, dass die Euro-Wirtschaft stärker als jene in den USA von der Kreditvergabe über die Banken abhängt. Zudem wird darauf verwiesen, dass die öffentliche wie die private Verschuldung noch zu hoch seien und das Bankensystem nicht repariert sei.

Vor allem aber sehen die Kritiker die Notwendigkeit für QE nicht. Ihr Argument: Die Inflation sei primär wegen des Ölpreises so niedrig. Die Kernrate ohne Energie und Lebensmittel liege recht stabil bei rund 1% und damit weit entfernt von Deflation. Allerdings ist auch diese Rate laut Eurostat im Februar auf 0,7% gesunken. Die Kritiker gewichten zudem die Nebenwirkungen und Risiken höher: Da sind zum einen Fehlanreize für die Staaten mit Blick auf die nötige Haushaltskonsolidierung und Reformen. Bundesbankpräsident Jens Weidmann etwa kritisiert, dass die niedrigen Zinsen zu einer „Aufweichung" des Budgetkurses geführt hätten. Zum anderen wachsen die Sorgen um die Finanzstabilität. Kritisch werden insbesondere auch die Negativzinsen gesehen.

EZB-Präsident Draghi und die Mehrheit im Rat ficht das aber nicht an. Sie sind nicht nur sicher, dass QE richtig war und ist. Sie scheinen auch überzeugt, dass schon nächste Woche nachgelegt werden muss. Im Januar sagte Draghi mit Blick auf das 2-Prozent-Ziel: „Wir geben nicht auf."

	Lorenzo Bini Smaghi, Ex-EZB-Direktoriumsmitglied	Volker Wieland, Wirtschaftsweiser	Jürgen Stark, Ex-EZB-Chefvolkswirt	Guntram Wolff, Direktor Bruegel	William White, Ex-Chefökonom der BIZ
Welche Bilanz ziehen Sie nach einem Jahr Quantitative Easing (QE) der Europäischen Zentralbank (EZB)?	Jedes Urteil muss den größeren internationalen Kontext berücksichtigen, der die Wirtschaft im Euroraum beeinträchtigt. Es wäre ein Fehler zu sagen, die Politik hat versagt, weil die Inflation noch nicht wieder auf den Zielwert von 2% zurückgekehrt ist. Die US-Notenbank Fed hat QE über sechs Jahre implementiert, in drei aufeinanderfolgenden Runden. Wenn man sich deren Erfahrung anschaut, war es womöglich ein Fehler, es zwei Mal gestoppt zu haben.	Die erwarteten Effekte sind eingetreten: Die Zinsen sind auf ein extrem niedriges Niveau gefallen. Anleger haben ihre Portfolien umgeschichtet und damit zu höheren Vermögenspreisen und einer Euro-Abwertung beigetragen. Insgesamt erhöht das den Konsum. Die Regierungen nutzen die Zinsersparnisse aber nicht zur Schuldentilgung, und Reformmüdigkeit macht sich breit. Die Staatsanleihenkäufe entpuppen sich als zweischneidiges Schwert. Dabei wäre das gar nicht nötig: Die Kerninflation ist stabil und positiv. Die EZB scheint sich jedoch lieber vom Ölpreis treiben zu lassen.	Die Bilanz von QE muss man anhand der von der EZB selbst gesetzten Ziele bewerten. Und da wurde nichts erreicht. QE ist das falsche Instrument, und eine Zentralbank kann die Preisentwicklung nicht kurzfristig steuern, zumal diese im aktuellen Umfeld wesentlich durch den Verfall des Ölpreises verursacht ist. QE ist unangemessen, weitgehend unwirksam, hat aber erhebliche mittelfristige negative Folgen, die immer spürbarer werden.	Insgesamt ziehe ich eine positive Bilanz. Die EZB hat es geschafft, mit dem QE-Programm die Inflationserwartungen zu stabilisieren. Die Kerninflationsrate ist inzwischen gestiegen, insbesondere, wenn man diese Rate um die indirekten Effekte aus den fallenden Energiepreisen korrigiert. Allerdings zeichnet sich ab, dass in bestimmten Teilen des Marktes Finanzstabilitätsrisiken steigen. Ich denke deswegen nicht, dass die EZB mehr Staatsanleihen als derzeit kaufen sollte.	Es gibt keinen überzeugenden Beleg, dass QE in den USA dazu beigetragen hat, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stimulieren, indem es die Marktspreads eingeengt hat. In Europa dürfte das sogar noch weniger der Fall sein, weil hier die Kreditvergabe über Banken der Schlüssel ist. Darüber hinaus haben Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik auch unerwünschte Nebeneffekte, nicht zuletzt die Auswirkungen auf die Profitabilität der Banken und die Überlebensfähigkeit von Versicherern und Pensionsfonds.
Wie sehr besorgt es Sie, dass die EZB und die nationalen Zentralbanken zu den größten Gläubigern der Euro-Staaten aufsteigen? Droht am Ende eine „fiskalische Dominanz"?	Ich sehe keinen Grund, warum es das Risiko einer fiskalischen Dominanz geben sollte. Das gab es nicht in den USA und nicht in Großbritannien – in beiden Ländern wurden die Defizite erheblich reduziert. Darüber hinaus ist die EZB viel unabhängiger als die Fed. Die Größe der EZB-Bilanz ist immer noch ein Bruchteil der Bilanzen der anderen Zentralbanken.	Diese Gefahr besteht. Aber ob die EZB es schafft, Inflationskontrolle vor Schuldenmanagement zu stellen, wird erst dann ersichtlich, wenn die Inflation das Ziel überschießt. Gegenwärtig ist mit dem Verweis auf die vom Ölpreis getriebene Niedriginflation schnell Einigkeit zwischen Notenbankern und Finanzministern hoch verschuldeter Staaten hergestellt.	Man befindet sich bereits im neuen Regime der „Fiskaldominanz". Das erfüllt mich mit großer Sorge. Dieser Effekt wird sich mit weiteren Käufen von Staatsanleihen noch verstärken. Das ist Staatsfinanzierung, auch wenn die EZB das Gegenteil behauptet. Die Null- oder Negativzinsen und die Liquiditätsflut haben die Märkte völlig verzerrt und geben den Regierungen falsche Signale und Anreize.	Fiskalische Dominanz bedeutet, dass Regierungen hohe Defizite haben und in der Lage sind, die Schulden dauerhaft mit inflationären Effekten bei der EZB zu belassen. Ich halte dieses Risiko für sehr gering. Wenn die Inflationsraten wieder anziehen, könnte die EZB in diesem höheren Wachstumsumfeld leicht die Staatsanleihen wieder abstoßen und die Zinsen erhöhen. Die EZB ist wesentlich unabhängiger als andere nationale Zentralbanken.	Ich bin nicht besorgt, dass das Eurosystem einen erheblichen Teil dieser Schuldtitel hält. Das ist überall bei Zentralbanken so. Außerdem hat das Eurosystem freiwillig entschieden, diese Schuldtitel im Zuge geldpolitischer Stimulierung zu kaufen. Fiskaldominanz liegt dann vor, wenn die Regierung – bei einem großen Defizit und hohen Schulden – die Zentralbank zwingt, ihr Finanzierungsloch zu stopfen. Davon sind wir in Europa weit entfernt.
Wird die EZB jemals den Ausstieg aus dieser Politik schaffen können – oder werden breit angelegte Anleihenkäufe ohnehin zum Standardinstrument der Geldpolitik der Zukunft gehören?	Auch da sehe ich keine Gründe, warum die EZB nicht in der Lage sein sollte, den Ausstieg zu schaffen, wenn es die Fed geschafft hat. In der Vergangenheit hat die EZB die Zinsen erhöht, wann immer sie wollte – und einige sagen sogar, sie hätte das bei einigen Gelegenheiten nicht tun sollen, wie etwa 2008 und 2011, als sich die Wirtschaft abschwächte. Tatsächlich haben sich alle Ängste, die wegen des EZB-Handelns seit 2007 aufgekommen sind, als falsch erwiesen.	Anleihenkäufe sind sicherlich ein Standardinstrument und das durchaus zu Recht – eben dann, wenn der Leitzins nicht noch weiter gesenkt werden kann. Aber die Geldpolitik ist in Vorlage getreten. Und das wird wohl von den Regierungen nicht mit Konsolidierung und Reformen honoriert. Rein technisch gesehen, kann die EZB den Ausstieg schaffen. Politikökonomisch wird es schon schwieriger.	An den Ausstieg aus dieser Politik denkt der EZB-Rat gar nicht. Aber je weiter und tiefer man sich auf unbekanntes Gelände wagt, umso größer und unkalkulierbarer wird das Abenteuer und umso schwieriger ist es, den Weg zurück zu finden. Man hat ja auch den Kompass weggeworfen. Der Exit aus dieser Politik kann also bitter werden. Niemand kann heute sagen, wie die „neue Normalität" aussehen wird. Aber Standard dürfen solche Interventionen nicht sein.	Das hängt von den Inflationsentwicklungen ab. Wichtig ist es aber zu verstehen, dass in einem Umfeld niedriger Inflationsraten das Halten von Staatsanleihen zunächst einmal unproblematisch ist. Die fallenden Inflationsraten haben de facto zu einer Verschiebung der Kaufkraft von Schuldnern zu Gläubigern geführt. Das Verfehlen des Inflationsziels durch die EZB hat also Verteilungskonsequenzen. QE versucht, dies zu korrigieren und das Mandat der EZB zu erfüllen.	Es sollte technisch nicht schwierig sein, die Bilanz zu reduzieren. Problematischer ist es mit dem Willen, das zu tun – angesichts der Unsicherheiten. Vor allem: Könnte die EZB den Schwarzen Peter zugeschoben bekommen, falls es anschließend zu einem wirtschaftlichen Abschwung kommt? Aber natürlich hemmen solche Unsicherheiten generell beim Exit. In der Zukunft könnten geringere nominale Wachstumsraten weniger Spielraum für Zinssenkungen und einen häufigeren Zugriff auf quantitative Maßnahmen implizieren.
Einige Investoren machen die Notenbanken für die zunehmenden Turbulenzen an den Finanzmärkten verantwortlich: Ist die Geldpolitik von EZB und Co. inzwischen Teil des Problems, nicht Teil der Lösung?	Die Turbulenzen resultieren im Wesentlichen aus externen Schocks wie der Abschwächung in China und dem abrupten Ölpreisrückgang. Darüber hinaus haben regulatorische Änderungen dazu geführt, dass Marktmacher ihre Rolle zurückgefahren haben, und die Märkte sind viel weniger liquide geworden. Das erhöht die Volatilität bei Preisanpassungen, wann immer es unerwartete Nachrichten gibt.	Das Potenzial für Turbulenzen ist groß. Denn die Notenbankaufkäufe sorgen für extrem niedrige Langfristzinsen, die mit den erwarteten höheren Wachstums- und Inflationsraten nicht in Einklang stehen. Die aufgepumpten Preise für Finanzvermögen reagieren jedoch sehr volatil auf jegliche Negativnachrichten. Da sorgt jede Überraschung für starke Ausschläge an den Finanzmärkten.	Die Liquidität, die von den Zentralbanken über QE in die Märkte gepumpt worden ist, kommt nur tropfenweise in der Realwirtschaft an. Sie verbleibt weitestgehend in den Finanzmärkten und hat zu einer Vermögenspreisinflation geführt – bis Ende 2015. Anfang 2016 erfolgte eine Korrektur. Natürlich schaffen die Zentralbanken zusätzliche Probleme, und sie verschärfen die finanziellen Ungleichgewichte, die zu einer erneuten Krise führen können.	Ohne die EZB wären wir derzeit wahrscheinlich in der Deflation. Wir hätten dann wesentlich größere Probleme mit den privaten und öffentlichen Schulden im Euroraum, und daraus hätten sich massive Finanzstabilitätsrisiken ergeben. Richtig ist aber auch, dass die EZB-Politik Nebenwirkungen hat. Ich halte es insgesamt für angemessen, die Ankäufe fortzusetzen, aber nicht zu erhöhen und gleichzeitig von Seiten der Bankenaufsicht härter durchzugreifen, um mit den Problemen im Bankensektor aufzuräumen.	Alle Zentralbanken sind Teil des Problems, weil billiges Geld den Aufbau von Schulden befördert, der die kurzfristige Belebung des wirtschaftlichen Aufschwungs abwürgt. Bis vergangene Woche haben alle Ankündigungen von Zentralbanken über unkonventionelle Maßnahmen zu einem Risk-on-Verhalten geführt. Im Gegensatz dazu hat die jüngste Andeutung, dass die Fed zu negativen Zinsen greifen könnte, zu einer Risk-off-Reaktion geführt. Das ist ominös.
Die EZB versucht, die Inflation so schnell wie möglich wieder auf unter, aber nahe 2% zu bringen. Ist dieses Ziel noch angemessen, oder muss es überprüft werden?	Man muss sich nur das entgegengesetzte Szenario vorstellen, also das eines Zinserhöhungszyklus ähnlich wie in den Jahren 2006 bis 2008, der die Inflation nicht unverzüglich wieder auf 2% zurückbringt – größtenteils wegen steigender Rohstoffpreise: Würde man dann anregen, die EZB solle ihr 2-%-Ziel aufgeben und die Straffung stoppen, auch im Lichte des gesamten Kollateralschadens? Oder würde man stattdessen denken, dass die EZB noch entschlossener handeln sollte, um ihr Ziel zu erreichen?	Das Ziel ist angemessen und muss nicht überprüft werden. Aber zur Erinnerung: Es muss nicht so schnell wie möglich erreicht werden. Das Schlüsselwort ist „mittelfristig". Das ist umso wichtiger, wenn man die negativen Nebeneffekte der Niedrigzinspolitik, wie Reform- und Konsolidierungsmüdigkeit bei den Regierungen oder Instabilität und Profitabilitätsschwäche im Bankensystem, ebenfalls bedenkt.	Die EZB hat einen Strategiewechsel vollzogen und verfolgt ein kurzfristiges „Inflationsziel" als Punktziel. Sie sollte sich an ihre Definition von Preisstabilität erinnern, die formal unverändert ist: eine mittelfristige Inflationsrate von unter 2%. Dann käme sie zu dem Schluss, dass Preisstabilität herrscht. Ich würde unter den derzeitigen Bedingungen auch leicht negative Inflationsraten noch mit dieser Definition für vereinbar halten. Es gibt keine Deflation.	Ich denke nicht, dass diese Analyse korrekt ist. Die EZB ist sicherlich eine der konservativsten Zentralbanken der Welt und hat eher zu spät mit dem QE-Programm begonnen, so dass es jetzt weniger effektiv ist. Ein Absenken des Inflationsziels jetzt würde zu einem dramatischen Glaubwürdigkeitsverlust der EZB führen und wäre ungerecht gegenüber allen Schuldnern, die sich auf das Wort der EZB verlassen haben.	Das 2-%-Ziel ist von der EZB festgelegt worden und könnte von der EZB geändert werden, mangels überzeugender Argumente für diesen speziellen Wert. Zudem ignoriert ein fixiertes Ziel für die Eurozone die Tatsache, dass globale Angebotsfaktoren die Inflation drücken könnten. Die wirkliche Frage ist: Sind die Risiken einer Deflation größer als die Risiken, die verbunden sind mit dem geldpolitischen Experiment, sie zu verhindern? Ich persönlich bezweifle das.

Die Fragen stellte Mark Schrörs.

Börsen-Zeitung