

## *Euro-Krise und EZB*

# Die Risiken und Nebenwirkungen lockerer Geldpolitik

28.01.2015

Die Erfahrungen der USA mit Anleihekäufen lassen sich nicht einfach auf die Euro-Zone übertragen, warnt Bundesbank-Vorstand Joachim Nagel. Im Interview spricht er über Deflation, Marktversagen und Griechenlands Schulden.

von Jan Mallien



Geld als Allheilmittel: Das funktioniert nicht, sagt Bundesbanker Nagel. Quelle: dpa

**Frankfurt am Main Die EZB hat am vergangenen Donnerstag massive Anleihekäufe (Quantitative Easing, QE) beschlossen. Sie ist laut Mandat der Preisstabilität verpflichtet und definiert diese bei einer Inflation von knapp zwei Prozent. Dieses Mandat hat sie klar verfehlt: Im Dezember lag die um den Ölpreis und Lebensmittelpreise bereinigte Kernrate bei 0,7 Prozent. Musste die EZB da nicht handeln?**

Joachim Nagel: Unser Inflationsziel ist mittelfristig ausgerichtet, das bedeutet, dass vorübergehend durchaus Abweichungen möglich sind. Die niedrige Inflationsrate ist vor allem Folge des stark gefallenen Ölpreises. Darauf muss die Geldpolitik nicht handeln, sofern es keine Zweitrundeneffekte gibt. Die aber sehen wir nicht, ebenso wenig wie eine sich selbst verstärkende deflationäre Abwärtsspirale aus sinkenden Preisen und Löhnen.

**Aber auch die um den Ölpreis bereinigte Kerninflation lag im Dezember bei 0,7 Prozent - und damit 1,3 Prozentpunkte unter dem Ziel. Angenommen die Kernrate würde im selben Umfang nach oben abweichen und bei 3,3 Prozent liegen. Könnte man dann auch abwarten oder gibt es einen Unterschied zwischen Abweichungen nach oben oder unten?**

Nein, da gibt es keinen Unterschied. Auch dabei sind vorübergehende Abweichungen durchaus möglich.

### Die zentralen Punkte der EZB-Anleihekäufe

- Gesamtvolumen

Zunächst etwa 1,14 Billionen Euro

- **Laufzeit**
- **Was wird gekauft**
- **Aufteilung der Käufe**
- **Risikohaftung**

**Aber wäre nicht die Bundesbank die Erste, die bei einer Kerninflation von 3,3 Prozent sagen würde: Jetzt müssen wir handeln?**

Diese Frage kann man doch nicht losgelöst davon diskutieren, welche Mittel die Geldpolitik noch zur Verfügung hat, um die geldpolitischen Ziele zu erreichen. In normalen Zeiten ist das der Zins, den wir bei zu großem Preisdruck anheben und bei zu niedriger Inflation senken würden. Dieses Instrument ist aber jetzt ausgeschöpft. Anleihekäufe sind demgegenüber kein geldpolitisches Instrument wie jedes andere. Sie sind mit besonderen Risiken und Nebenwirkungen verbunden, gerade in einer Währungsunion. Außerdem ist ihre Wirksamkeit schwerer abschätzbar.

**Warum?**

Wir haben im Euro-Raum keine Erfahrung mit diesem Instrument, und die Erfahrungen anderer Notenbanken lassen sich nicht ohne Weiteres übertragen. Denn die Finanzierung in Europa läuft stärker über die Banken als über den Kapitalmarkt. Und außerdem ist die aktuelle Situation in der Euro-Zone nicht mit der vergleichbar, in der die USA steckten, als sie ihre Anleihekäufe begannen.

**Was ist der Unterschied?**

Die USA haben die Kaufprogramme beschlossen, als es dort ein Marktversagen in verschiedenen Segmenten gab, zum Beispiel bei den Kreditverbriefungen. Entsprechend war das Zinsniveau deutlich höher. Dagegen sehe ich im Euro-Raum kein solches Marktversagen, und die Marktbedingungen für Staatspapiere im Euro-Raum sind schon jetzt so günstig wie nie zuvor. Niedrige Zinsen können die Politik dazu verleiten, unangenehme Reformen hinten anzustellen. Eine lockere Geldpolitik alleine hat aber Länder noch nie wettbewerbsfähiger gemacht. Hierzu sind Reformen notwendig.

## ***Billionen-Programm der EZB Wer gewinnt – und wer verliert***

Mario Draghi greift zum letzten Mittel: Mit einem Billionen-Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen will der EZB-Chef die Inflation und das Wachstum anheizen. Das sind die Gewinner und die Verlierer der Entscheidung

**Welche Alternativen zu QE hätte denn die EZB?**

Hinter den derzeit sehr niedrigen Inflationsraten stecken wie gesagt nicht zuletzt die Energiepreise, und darüber hinaus erwarten die Prognosen, dass die Preise allmählich wieder stärker anziehen – eine Deflation ist weiter sehr unwahrscheinlich. In einer solchen Lage hätte ich es plausibel gefunden, die die früheren Beschlüsse wirken zu lassen, anstatt mit neuen, derart weitgehenden Maßnahmen nachzulegen.

**Themenwechsel: In Griechenland hat Wahlsieger Alexis Tsipras eine Abkehr vom Sparkurs angekündigt und die Troika für beendet erklärt. Was bedeutet das?**

Das hängt davon ab, wie die neue Regierung mit den vertraglichen Verpflichtungen Griechenlands umgeht. Ein Schuldenschnitt wäre jedoch keine Lösung, um das Land dauerhaft voranzubringen.

**Die EZB hält über das Eurosystem auch griechische Staatsanleihen. Was würde ein Schuldenschnitt für sie bedeuten?**

Selbst wenn es dazu käme, könnte das Eurosystem dem nicht zustimmen. Ein Forderungsverzicht wäre monetäre Staatsfinanzierung und damit ein Bruch des EU-Vertrages. Das hat ja auch EZB-Direktoriumsmitglied Benoît Cœuré kürzlich nochmal klargestellt.

### **Das sagen Experten zum EZB-Programm**

- **Isabel Schnabel, Wirtschaftsweiser**

„Das Programm ist insofern geschickt gemacht, als dass es der EZB eine gewisse Flexibilität lässt, wie viele Anleihen tatsächlich angekauft werden. Erholen sich die Inflationserwartungen schnell, kann der Ankauf von Anleihen eingestellt werden. Ebenso kann das Programm aber auch über September 2016 hinaus verlängert werden. Insgesamt liegt das Programm am oberen Rand dessen, was erwartet wurde. Für problematisch halte ich die begrenzte Risikoteilung, diese setzt ein falsches Signal. Denn dies stellt die Erwartung in Frage, dass die EZB genügend politische Unterstützung hat, um alles in ihrer Macht Stehende zu tun („whatever it takes“), falls es zur Stabilisierung des Euro nötig sein sollte. Die Wirkung des Programms wurde hierdurch unnötig geschwächt.

Außerdem ist zu befürchten, dass strukturelle Reformen verzögert werden, wenn die Länder des Euro-Raums sich allein auf die Geldpolitik verlassen. Das wäre ein großer Fehler.“

- **Adalbert Winkler, Frankfurt School of Finance & Management**
- **Sebastian Sachs, Metzler Bank**
- **Alexander Krüger, Bankhaus Lampe**
- **Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt DZ Bank**
- **Jana Meyer, HSBC Trinkaus**
- **Jörg Krämer, Commerzbank-Chefvolkswirt**
- **Dennis Snower, Präsident IfW-Institut**
- **Holger Sandte, Nordea**
- **Martin Wansleben, DIHK-Hauptgeschäftsführer**

**Die EZB hat im Vorfeld der Wahlen einzelnen griechischen Banken Notfallliquiditätshilfen, so genannte ELA-Kredite, gewährt. Kann sie damit nach dem Wahlsieg von Tsipras einfach so weiter machen?**

Grundsätzlich wird ELA von den nationalen Notenbanken auf eigenes Risiko gewährt. Allerdings kann dem der EZB-Rat aus geldpolitischer Sicht widersprechen. Gründe könnten eine ELA-Vergabe an insolvente Banken oder eine unzureichende Besicherung sein. Die Frage ist also, wie werthaltig griechische Staatsanleihen oder staatliche Garantien nunmehr sind, und das hängt für mich sehr eng damit zusammen, wie es die neue Regierung mit dem Hilfsprogramm und dem vereinbarten Reformkurs hält.

**Jeden Tag und jede Woche, in denen die EZB den griechischen Banken Liquiditätshilfen bereitstellt, steigen die Außenstände. Ist das ein Hebel, wo die EZB irgendwann sagen muss: Jetzt nicht mehr?**

Fakt ist, dass Griechenland auch in Zukunft noch auf Hilfe angewiesen sein wird. Was die Liquiditätshilfen betrifft, muss wie gesagt letztlich der EZB-Rat entscheiden. Dieser Beschluss dürfte vermutlich nicht unabhängig davon getroffen werden, wie die politische Diskussion über ein Hilfsprogramm geführt wird.



Im Vorstand der Bundesbank ist Joachim Nagel, 48, für Controlling, Rechnungswesen und Organisation zuständig – und für Märkte. Quelle: dpa

**Wobei es ja schon Rückwirkungen gibt.**

Ja, die gibt es. Sollte die Fortführung des Hilfsprogramms für Griechenland in Frage stehen, könnte dies bereits die geldpolitische Refinanzierung gefährden. Das hätte fatale Folgen für das griechische Finanzsystem. Die griechischen Banken würden dann ihren Zugang zu Zentralbankgeld verlieren. Mitunter hat man den Eindruck, dass dieser Konnex unterschätzt wird.

**Drei Tage vor der Griechenland-Wahl hat die EZB mit dem QE-Programm eine historische Liquiditätsspritze beschlossen. War dieser zeitliche Zusammenhang unglücklich?**

Die Notenbanken des Eurosystems müssen sich im Grundsatz frei machen von politischen Ereignissen. Die Signalwirkung des Beschlusses – gerade zu diesem Zeitpunkt – sollte jedoch nicht politisch uminterpretiert werden und zu einer Verlangsamung der notwendigen Reformen führen.

