

NZZ

Standpunkt Jürgen Stark

Die EZB verlagert Probleme in die Zukunft

Der frühere EZB-Chefökonom Jürgen Stark kritisiert die Geldpolitik der Zentralbank. Das im Januar angekündigte Anleihekaufprogramm sei das falsche Instrument, um das Wachstumsproblem zu bekämpfen.

von Michael Ferber
27.11.2015,

«Die Geldpolitik trägt zu Ungleichgewichten und höherer Volatilität bei.» (Bild: TYRONE SIU / REUTERS)



Um Deflationsgefahren zu bekämpfen, flutet die Europäische Zentralbank (EZB) die Finanzmärkte mit einem riesigen, 1,1 Bio. € grossen Anleihekaufprogramm. Da die Konjunktur in der Euro-Zone trotzdem nicht richtig in Gang kommt und die Inflation weiterhin sehr niedrig ist, erwägt die Zentralbank eine erneute Ausweitung der Stimuli. Dies hat EZB-Präsident Mario Draghi bereits Ende Oktober durchblicken lassen. Am Freitag bekräftigte er seine Aussagen an einem Bankenkongress in Frankfurt. Viele Marktteilnehmer rechnen damit, dass an der EZB-Rats-Sitzung am 3. Dezember eine erneute Lockerung der europäischen Geldpolitik bekanntgegeben wird.

Enorme Erwartungen geschürt

Wenig überzeugt von der ultraexpansiven Geldpolitik der EZB zeigt sich derzeit deren früherer Chefökonom Jürgen Stark, der heute als unabhängiger Berater arbeitet. Das im Januar angekündigte Anleihekaufprogramm sei das falsche Instrument, um das Wachstumsproblem der Euro-Zone zu bekämpfen, sagte er im Gespräch am Rande eines Anlasses der Investmentgesellschaft Invesco in Zürich. Die EZB habe mit der Ankündigung dieser Geldschwemme enorme Erwartungen geschürt, aber damit nur Zeit gekauft und Probleme in die Zukunft verlagert. Analytiker und Ökonomen rechnen durch das 1,1 Bio. € grosse EZB-Programm je nach Annahme mit einer Steigerung des Wirtschaftswachstums in der Euro-Zone um zwischen 0,1 und 0,4 Prozentpunkte pro Jahr. Stark hält diesen Beitrag für alles andere als beeindruckend.

Viele Länder innerhalb der Währungsunion hätten weiter grosse strukturelle Probleme und seien beim Abbau des Schuldenüberhangs nicht genügend vorangekommen, sagt Stark. Ausserdem bestünden die Probleme im europäischen Bankensektor fort. Bisher sei fast nichts geschehen, um dies unter Kontrolle zu bekommen. Da helfe das viele billige Geld der EZB nicht weiter. Dieses könne auch kein Substitut für die Reformpolitik von Regierungen sein. Mit ihrer ultraexpansiven Geldpolitik könnte die EZB letztlich gar einen negativen Beitrag

geleistet haben, da sie so dafür gesorgt habe, dass die Regierungen einiger Länder Reformen auf die lange Bank geschoben hätten.

Die Geldschwemme der EZB habe ausserdem die Märkte verzerrt. Die Preise für Risiken seien zu gering. Zehnjährige Staatsobligationen des hochverschuldeten Landes Italien brachten am Freitag beispielsweise lediglich eine Rendite von 1,49%, die Titel von Spanien und Portugal rentierten auf ebenfalls sehr niedrigen 1,63% bzw. 2,45%. Als Beispiel für einen wichtigen Markt, den die EZB mit ihrer Geldschwemme stark verzerrt hat, gilt auch der Pfandbriefmarkt. Aus Sicht von Stark hat sich die EZB mit ihrer ultraexpansiven Geldpolitik in eine Situation hineinmanövriert, aus der sie nur sehr schwer wieder herauskommen wird.

Unbeabsichtigte Folgen

Eine weitere Frage ist, wie weit die EZB mit dieser Art der Geldpolitik noch gehen will. Neben dem Anleihekaufprogramm hat die Zentralbank auch den Einlagesatz in den negativen Bereich (auf $-0,2\%$) gesenkt. Banken, die bei der EZB überschüssige Guthaben placieren, müssen also dafür einen Strafzins bezahlen. Auch die Schweizerische Nationalbank hat als Reaktion auf die Geldschwemme anderer Zentralbanken negative Zinsen eingeführt, um den Franken weniger attraktiv zu machen. Wissenschaftler spekulieren nun über die Höhe der «effektiven Untergrenze» für Zinsen und darüber, ob die Zentralbanken diese noch stärker in den negativen Bereich senken könnten – bei gleichzeitigen Einschränkungen des Bargeldverkehrs. Aus Sicht von Stark sind solche Überlegungen absolut irreführend. Eine solche Geldpolitik komme einem «Operieren in der Finsternis» gleich, schaffe gläserne Bürger und schwäche das Vertrauen in die jeweilige Währung. Er sehe derzeit auch keine Zentralbank, die solche Pläne hege.

«Zombies» bei Banken

Die EZB solle sich dringend der unbeabsichtigten Folgen dieser Geldpolitik bewusst werden, sagt Stark. So habe die Geldschwemme bereits die Preise für Aktien und Immobilien aufgebläht. Zudem habe der Zins seine Lenkungsfunktion weitgehend verloren. Die niedrigen Zinsen führten dazu, dass Investitionen angeschoben würden, die unter anderen Bedingungen nie gemacht würden. Sowohl bei den Banken als auch bei anderen Firmen gebe es «Zombies», die nur wegen der tiefen Zinsen weiter operativ am Markt seien.

Makroökonomisch gesehen trage die expansive Geldpolitik zudem zu Ungleichgewichten und höherer Volatilität bei. Als weitere Folge der niedrigen Zinsen gerieten kapitalgedeckte Vorsorgesysteme immer stärker unter Druck. Längerfristig angelegte Instrumente zur Kapitalbildung würden durch die Geldpolitik infrage gestellt, etwa Lebensversicherungen oder das Bausparen. Dies treffe die Mehrheit der Bevölkerung in den Ländern der Euro-Zone, da diese traditionell eher risikoavers sei.