

Geldpolitik | 26.09.2016 | Lesezeit 5 Min.

Draghische Entscheidungen

Seit 2008 zieht die Europäische Zentralbank (EZB) ein geldpolitisches Instrument nach dem anderen aus dem Hut, um die Märkte zu stabilisieren, die Wirtschaft zu beleben oder - wie derzeit - die Inflation anzukurbeln. Weil bislang nicht alle erhofften Wirkungen eingetreten sind, soll EZB-Chef Mario Draghi nach dem Willen einiger Ökonomen noch tiefer in die geldpolitische Trickkiste greifen. Doch das ist nicht notwendig. Denn tatsächlich wirkt die Niedrigzinspolitik - auf dem Arbeitsmarkt.

Als das globale Finanzsystem 2008 vor dem Kollaps stand, musste die Europäische Zentralbank dem Bankensektor mit viel Geld und Zinssenkungen unter die Arme greifen; auf dem Höhepunkt der Euro-Krise 2012 stabilisierte die Notenbank die Märkte für Staatsanleihen - und heute kämpft sie gegen Deflationsgefahren.

Die Milliarden und Billionen der EZB

Von Anfang an ging es dabei um viel Geld. So beliefen sich zum Beispiel die Wertpapierkäufe, mit denen die EZB von Mai 2010 bis September 2012 die von der Schuldenkrise angeschlagenen Anleihemärkte zu stabilisieren versuchte, auf mehr als 108 Milliarden Euro. Was damals als gigantischer Betrag erschien, nimmt sich angesichts der Volumina, mit denen die Notenbank heute eingreift, geradezu mickrig aus (Tableau):

In den Büchern der EZB befinden sich derzeit unter anderem fast 21 Milliarden Euro an Unternehmensanleihen, knapp 224 Milliarden Euro an gedeckten Schuldverschreibungen und mehr als 1 Billion Euro an Staatsanleihen.

Die Geldpolitik der EZB

in Milliarden Euro

Geldpolitische Maßnahme	Volumen	Ziele
Programm für Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme)	108	Stabilisierung der Anleihemärkte
Geldpolitische Outright-Geschäfte (Outright Monetary Transactions)	0	Stabilisierung der Anleihemärkte
Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme)	224	Senkung der Finanzierungskosten
Programm zum Ankauf forderungsbesicherter Wertpapiere (Asset-Backed Securities Purchase Programme)	20	Förderung der Kreditvergabe
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme)	1.002	Senkung der Finanzierungskosten
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme)	21	Senkung der Finanzierungskosten
Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (Targeted Longer-Term Refinancing Operations)	2.800	Förderung der Kreditvergabe

Volumen: jeweils aktueller Stand

Quelle: Europäische Zentralbank
© 2016 IW Medien / iwd

Und es werden noch etliche Milliarden hinzukommen, denn bis mindestens März 2017 kauft die EZB Monat für Monat für jeweils 80 Milliarden Euro weitere Staatsanleihen. Doch weil der Markt für diese Wertpapiere inzwischen fast leergekauft ist, erwirbt die Notenbank seit Juni 2016 zusätzlich Unternehmensanleihen.

Die EZB hat für mehr als 1 Billion Euro Staatsanleihen gekauft.

An diesem Programm beteiligen sich jedoch nicht alle 19 Notenbanken des Eurosystems, sondern nur sechs. Die Deutsche Bundesbank zum Beispiel erwirbt Anleihen deutscher und niederländischer Unternehmen. Die belgische Zentralbank kauft Anleihen belgischer, griechischer, portugiesischer, griechischer, zypriotischer, luxemburgischer, maltesischer, slowenischer und slowakischer Unternehmen.

Während die Zentralbanken Staatsanleihen nur auf dem Sekundärmarkt – also quasi „gebraucht“ – kaufen dürfen, können sie Unternehmensanleihen auch direkt bei der Emission und sogar als Privatplatzierung erwerben; letzteres heißt, dass die Notenbank ein bilaterales Geschäft mit einem Unternehmen abschließt.

Von diesem Programm haben die kleinen und mittelständischen Unternehmen wenig, denn sie finanzieren sich nur selten über die Ausgabe von Anleihen, sondern meist über Bankkredite. Größere Unternehmen dagegen können mittlerweile sogar Anleihen zu negativen Renditen herausgeben – über das gleiche Phänomen freut sich auch der Bundesfinanzminister (Grafik):

Weil auf den Märkten akuter Anlagenotstand herrscht, haben die als besonders sicher und liquide geltenden Bundesanleihen mit einer Laufzeit von bis zu 11 Jahren derzeit eine negative Rendite. Die Anleger zahlen also drauf.


Renditen im freien Fall

Renditen auf deutsche Staatsanleihen in Prozent

■ Restlaufzeit in Jahren

	Januar 2000	Januar 2012	August 2016
1	4,0	0,1	-0,6
5	5,3	0,8	-0,6
10	5,7	2,0	-0,2
15	5,9	2,6	0,2
20	6,1	2,8	0,3
25	6,3	2,8	0,4
30	6,5	2,6	0,5

Quelle: Deutsche Bundesbank
© 2016 IW Medien / iwd

 Institut der deutschen
Wirtschaft Köln

Was taugen noch extremere Maßnahmen?

Während die ultra-expansive Geldpolitik der EZB in Deutschland vor allem von der Politik und von der Bundesbank stark kritisiert wird, werden in anderen Ländern die Rufe nach noch expansiveren Maßnahmen laut:

Stärkere negative Zinsen. Dieser Vorschlag kommt vom US-Ökonomen Miles Kimball und dem ehemaligen US-Zentralbanker Marvin Goodfried. Ihrer Ansicht nach wäre dies eine gewöhnliche Zinssenkung und hätte deshalb auch keine Nebenwirkungen.

Dem ist aber nicht so. Denn die meisten Sparer haben feste Sparziele für ihr Alter –

wenn aber die Zinseinnahmen wegbrechen, müssen sie noch mehr auf die hohe Kante legen, sprich ihre Konsumausgaben reduzieren. Das schadet der Konjunktur.

Investitionen in die Infrastruktur. Die Befürworter der Idee, dass die Zentralbanken öffentliche Investitionen in die Infrastruktur finanzieren, berufen sich auf Ben Bernanke. Der damalige Chef der US-Notenbank hatte dies 2003 der japanischen Zentralbank empfohlen, um so die Deflation zu überwinden.

Eine derartige Staatsfinanzierung war für Notenbanken lange tabu und ist der EZB ausdrücklich verboten. Mit gutem Grund, denn die Finanzierung von Staatsausgaben über die Geldpresse führt in der Regel zu einer hohen Inflation, in Ländern wie Venezuela sogar zu einer Hyperinflation von mehr als 120 Prozent pro Jahr. Das Ziel der EZB ist aber nicht eine hohe Inflation, sondern Preisstabilität – definiert als jährliche Preissteigerung von „unter, aber nahe 2 Prozent“.

Helikoptergeld. Ebenfalls von Ben Bernanke stammt der Vorschlag, eine Idee des 2006 verstorbenen Nobelpreisträger Milton Friedman wieder aufzugreifen: Der hatte 1969 in einem Buch geschrieben, die Zentralbank könne, um die Deflation zu bekämpfen, notfalls auch Geld aus dem Hubschrauber abwerfen – was vermutlich eher als Gedankenspiel gemeint war. Der britische Ökonom John Muellbauer hat diese Idee nun konkretisiert und schlägt vor, dass die EZB jedem EU-Bürger direkt 500 Euro überweisen soll, die dann für Konsumzwecke ausgegeben werden können und so die Preise steigen lassen.

Ein solches „Weihnachtsgeld“ von der EZB würde jedoch direkte Verteilungswirkungen nach sich ziehen und ist damit keine Geld-, sondern Wirtschaftspolitik – und die gehört nicht zu den Aufgaben der EZB.

Kauf von Aktien. Die japanische Zentralbank kämpft seit Jahren einen schier aussichtslosen Kampf gegen die Deflation. Mittlerweile hat sie sogar damit begonnen, Aktien zu kaufen.

Im Gegensatz zu einer Anleihe hat eine Aktie keine begrenzte Laufzeit. Wird die Aktie also irgendwann verkauft, geschieht das zum aktuellen Marktpreis – ein Risiko, das Zentralbanken üblicherweise nicht eingehen. Weil durch Aktienkäufe die Kurse steigen, eröffnet das den Unternehmen zwar theoretisch die Möglichkeit, ihre Investitionen durch die Ausgabe neuer Aktien zu finanzieren. Doch das wird den Stammaktionären nicht unbedingt gefallen.

Deflationsgefahren in Europa

Nicht nur, dass jeder einzelne dieser Vorschläge handfeste ökonomische Nachteile hat oder sogar dem Mandat der EZB widerspricht: Auch die grundsätzliche Idee, noch mehr und immer extremere geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, führt aufs falsche Gleis. Denn damit würde die EZB den Eindruck erwecken, mit ihrer Geldpolitik buchstäblich am Ende zu sein. Und das wiederum würde Pessimismus schüren – nichts können die Märkte derzeit weniger gebrauchen.

Hinzu kommt, dass die bisher eingesetzten Instrumente der EZB zwar nicht die gewünschten Wirkungen gebracht haben. Das gilt insbesondere für die Deflationsbekämpfung: Die durchschnittliche Inflationsrate in der Eurozone lag im August 2016 bei 0,2 Prozent und damit weit unter den angestrebten 2 Prozent – in acht der 19 Eurostaaten war sie sogar negativ.

Die Niedrigzinspolitik greift – auf dem Arbeitsmarkt

Das heißt allerdings nicht, dass die Anstrengungen der EZB völlig umsonst sind – ihre Maßnahmen greifen sehr wohl, und zwar auf dem Arbeitsmarkt: Seit Beginn des großen Kaufprogramms für Staatsanleihen im März 2015 ist die Arbeitslosigkeit im Euroraum um 1,1 Prozentpunkte gefallen. Besonders große Fortschritte zeigten sich in den Krisenländern Zypern (minus 4,4 Prozentpunkte), Spanien (minus 3,3 Punkte), Griechenland (minus 2,3 Punkte), Portugal (minus 2,1 Punkte) und Irland (minus 1,5 Punkte).

Der Grund: Die niedrigen Zinsen entlasten die Unternehmen und geben ihnen die Möglichkeit, sich von der Rezession zu erholen. Sie stellen wieder Leute ein, die mit ihrem Konsum die Konjunktur ankurbeln – was über kurz oder lang auch die Inflation auf die gewünschte Höhe hieven sollte.

Kernaussagen in Kürze:

- Die EZB versucht seit 2008, mit immer neuen Hilfsprogrammen gegen die verschiedenen Krisen in Europa anzukämpfen.
- Einige Ökonomen fordern nun noch drastischere Maßnahmen der Geldpolitik.
- Doch das ist nicht nötig, denn die Niedrigzinspolitik wirkt – auf dem Arbeitsmarkt.