

Die EZB setzt ihre Politik fort. Die Leitzinsen wurden weiter gesenkt, der Einlagensatz sogar um 10 Basispunkte auf nun -0,40 %. Auch werden u. a. die Anleihekäufe um 20 Mrd. EUR pro Monat aufgestockt. Und schließlich hat die EZB neue Langfristender angekündigt, um gezielt die Kreditvergabe anzukurbeln. Sie trägt mit dieser Entscheidung der Rückkehr der Deflation im Februar und dem wieder erstarkten Euro Rechnung. Die Unsicherheit über das Wachstum in der Eurozone in der zweiten Jahreshälfte infolge schlechter Stimmungswerte dürfte ebenfalls eine erhebliche Rolle in der Sitzung des EZB-Rates gespielt haben.

Die Finanzmärkte sind mit den neuen Maßnahmen zufrieden. Viele Ökonomen dürften aber mit der Entscheidung hadern. Die EZB pumpe Immobilien- und Aktienblasen auf, belaste mit ihrer Politik die deutschen Sparer und untergrabe die Profitabilität des europäischen Bankensystems, um nur die wichtigsten der Vorwürfe hier zu wiederholen. Andere werden mit sorgenvoller Miene fragen, ob die EZB angesichts einer einbrechenden Weltwirtschaft und einer Zinsuntergrenze nahe Null nicht ohnehin bald am Ende ihrer Möglichkeiten angekommen sei, ohne viel erreicht zu haben. Einige werden stattdessen Konjunkturprogramme fordern.

Die Kritik an der EZB sollte in beide Richtungen nicht überzogen werden. Erstens müsste die Fiskalpolitik in der Tat deutlich mehr tun, um den europäischen Aufschwung zu stabilisieren. Die Länder, in denen eine expansive Fiskalpolitik am meisten bringen würde, zahlen aber auch die höchsten Risikoprämien wegen ihrer bereits hohen Staatsverschuldung. Noch mehr Neuverschuldung ist hier auch ein Risiko für die Konjunktur, da die Renditen dort wieder deutlich steigen könnten, die Zinsen am Ende also höher liegen würden als zuvor. Die Impotenz der Fiskalpolitik in der Eurozone aufzulösen ist denn auch eine der größten institutionellen Aufgaben der Zukunft. Bis sie gelöst ist, bleibt die Stabilisierungspolitik im Wesentlichen eine Aufgabe der EZB. Daran sollten sich die Kritiker der EZB gewöhnen oder sich mit der Weiterentwicklung der Fiskal- und Arbeitsmarktpolitik in der Eurozone beschäftigen.

Zweitens ist die Weltwirtschaft nicht im freien Fall. Weniger Investitionen in China und im Rohstoffsektor bremsen das Wachstum im Verarbeitenden Gewerbe, aber der Dienstleistungssektor expandiert, und die Beschäftigung wächst in den USA und Europa gemeinsam mit den Einkommen. Diese robusten Wachstumsaussichten für Europa in einem schwierigen Finanzmarktumfeld sind auch und vor allem ein Ergebnis von QE.

Drittens ist die Profitabilität der europäischen Banken in der Tat eine strategische Herausforderung, und die EZB-Politik belastet. Treibende Faktoren sind aber die Kosten der Regulierung, noch immer ausstehende Bilanz- und Strukturbereinigungen in einigen Ländern und bald die Digitalisierung. Die gewinnstärksten Banken zumindest in Deutschland sind aber gerade diejenigen mit einem hohen Anteil des Zinsergebnisses am Gesamtgewinn, also diejenigen, auf die die EZB-Politik am meisten negativen Einfluss haben sollte. Das spricht gegen die These, die EZB sei für die Gewinnschwäche hauptverantwortlich.

Viertens ist die Belastung des Sparers hauptsächlich ein Ergebnis des seit Jahren fallenden Realzinses aufgrund fallender Produktivität, und das ist ein weltweites Phänomen. In Deutschland wird der Effekt verstärkt durch die weltweit hohe Nachfrage nach sicheren Bundesanleihen und ein schrumpfendes Angebot wegen Haushaltsüberschüssen. Normal sind

negative Renditen für Bundesanleihen bis zu acht Jahren Laufzeit nicht. Das verunsichert, ist aber bestenfalls mittelbar auf die Geldpolitik der EZB zurückzuführen. Die Sicherheitsprämie auf deutsche Finanzanlagen fällt erst, wenn andere europäische Finanzanlagen wieder sicherer werden.

Fünftens ist die EZB nicht alleine für die Blasenbildung an Immobilien- und Aktienmärkten verantwortlich. Solange in Deutschland und Europa die Differenz zwischen den Spar- und Investitionsquoten wächst, sind die Vermögensmärkte Preisdruck nach oben ausgesetzt. Mehr Investitionen in Real- und Humankapital sind eine wichtige Antwort hierauf. Wenn der Staat das nicht übernimmt, braucht es dafür deutlich weniger Unsicherheit über die politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen Europas in den nächsten Jahren. Die EZB hat hier regelmäßig ihren Beitrag erbracht.

Insgesamt bringt der heutige Schritt tiefer in die expansive Geldpolitik wahrscheinlich wenig neue Impulse. Die Haltung der EZB bleibt aber mit Blick auf die wirtschaftliche Lage der Eurozone richtig.